Die Organisation des Pariser Geldmarktes

unter bevorzugter Berücksichtigung theoretischer Gesichtspunkte.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Johann Wolfgang Goethe-Universität

zu Frankfurt a. M.

Vorgelegt von

Henri Collot,

aus Nolay (Frankreich).

1935

Herm. Prinz, Bückeburg.

Referent: Professor Dr. Kalveram.
Korreferent: Professor Dr. Schmidt.
Tag der mündlichen Prüfung: 28. Juni 1935.

Die Organisation des Pariser Geldmarktes

unter bevorzugter Berücksichtigung theoretischer Gesichtspunkte.

Inaugural-Dissertation
zur
Erlangung der Doktorwürde
der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät
der Johann Wolfgang Goethe-Universität
zu Frankfurt a.M.

Vorgelegt von

Henri C o l l o t ,
aus Nolay (Frankreich).

1935

Herm. Prinz, Bückeburg.

Referent: Professor Dr. Kalveram
Korreferent: Professor Dr. Schmidt.

Tag der mündlichen Prüfung: 28. Juni 1935.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

„Ein jedes Wort, das noch so leise
Die Geister aneinanderreiht,
Wirkt fort in seiner stillen Weise
In unberechenbare Zeit".

Platen.

Herrn

Dr. Martin R o h m e r .

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547419_0008

Vorwort.

In den ersten und zweiten theoretischen Einführungen dieser Arbeit wird eine theoretische Grundlegung des Geldmarktes im allgemeinen zu geben versucht. Nur die Theorie des Geldmarktes schlechthin ermöglicht es, die einzelnen Geldmärkte als Teile eines größeren Ganzen, als Teilmärkte zu begreifen. Damit wird zugleich der innere Zusammenhang zwischen den einzelnen Abschnitten der weiteren Ausführungen in dieser Arbeit erkenntlich.

Nachdem wir die Schöpfung des Geldes und ihre Bedeutung erkannt haben, wenden wir uns den verschiedenen Marktvorgängen zu, auf Grund deren das Geld in Frankreich geschaffen und in Umlauf gesetzt wird, und auf Grund deren das Gleichgewicht unter den geldschaffenden Banken gewahrt wird. Wir werden weiterhin die Faktoren der Preisbildung untersuchen.

Wir haben das Studium der Banken als ein Unterkapitel des Diskontmarktes aufgefaßt. Wir wollten durch eine solche Verlagerung der Disposition die Bedeutung des Diskontmarktes in dem Pariser Markt unterstreichen.

Entgegen einem allgemeinen Brauch behandeln wir zuerst die Banken und erst dann die Banque de France. Das folgt aus der Überzeugung des Verfassers, daß die Banken die wirklichen Schöpfungsstätten des Geldes sind. Die Zentralbank überwacht nur das Ganze.

Wichtige Banken sind nicht erwähnt worden. Unsere Absicht war, das System zu zeigen und das Typische daran zu verdeutlichen, aber keine erschöpfende Zusammenstellung der französischen Bankwelt zu bieten.

Die Anregung zum Thema dieser Arbeit geht auf Herrn Professor Kalveram zurück, dem ich für verständnisvolle Förderung zu Dank verpflichtet bin.

Zahlreiche Einzelheiten und wichtige Einsichten in die sonst schwer zugängliche Praxis des französischen Bankwesens verdanken wir den verschiedensten Bankleitern, an deren Instituten der Verfasser tätig war.

Darüber hinaus wurde uns entgegenkommenderweise von

Herrn Vandenberghe, Directeur de la Banque nationale française du commerce extérieur,

Herrn Nikitine, Chef du service des Etudes Economiques de la Banque nationale française du commerce extérieur,

ergänzendes Material zur Verfügung gestellt, wofür wir ihnen noch besonders danken.

Der Verfasser.

Literaturverzeichnis.

Albert Aftalion, Monnais, prix et changes. Paris 1927.

" „L'or et sa distribution mondiale. Paris 1932.

Allheinc, Vers une production organisée par un crédit dirigé.

Edgar Allix, Des reports dans les Bourses de valeurs. Dissert. Paris 1900.

" Traité élémentaire de science des finances et de législation financiere française. Paris 1927.

A. Amonn, Objekt und Grundbegriffe der theoretischen Nationalökonomie. Wien 1911.

Arnaunie, La monnaie, le crédit et le change. Paris 1926.

Sylvain Asch, Monnaie et finance. Paris 1932.

Jacques Auboymeau, Le marché des capitaux en France de 1914 à 1926. Dissert. Paris 1927.

Aupetit-Brocard, Les grands marchés financiers. Paris 1914.

Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft.
Die Reichsbank Berlin 1929.
Der Bankkredit Berlin 1930.

Hans Baberg, Der französische Kapitalmarkt. Allgemeine Struktur und gegenwärtige Problematik. Dissert. Kiel 1931.

Baby, La caisse autonome d'amortissement. Dissert. 1932.

Wilhelm Bachenheimer, Das Devisenleihgeschäft in Deutschland nach dem Kriege. Ffm. 1930.

Wilhelm Bärlecken, Reichsbank und Geldmarkt. Ein Beitrag zur Struktur des deutschen Banksystems München 1928.

Bagehot, Lombardstreet ou le marché financier en Angleterre. Paris 1874.

Edmond Baldy, Les Banques d'affaires en France depuis 1900. Dissert. Paris 1922.

B.d.F. La Banque de France, ses opérations à Paris et dans ses succursales. Paris 1930.

von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt. 1916.
Bendixen, Das Wesen des Geldes. IV.Aufl. München, Leipzig 1926.
Arnold Bergsträsser, Staat und Wirtschaft Frankreichs 1930.
Bertal, La réorganisation du marché de Paris. 1929.
Boissieres, La compagnie des agents de change et le marché officiel. Paris 1925.
Boiffen, Le nouveau régime de la Banque de France. Dissertation Paris 1933.
Bouniatian, Crédit et conjuncture. Paris 1933.
Johannes Brans, Bargeldlose Zahlungsmethode und Kreditbeschaffung. München 1929.
Brenninkmeyer, Der Akzeptkredit der Banken. Leipzig 1916.
Bruno Buchwald, Technik des Bankbetriebes. Berlin 1931.
Siegfried Budge, Lehre vom Geld. Jena 1933.
Randolf Burgess, Les Banques de reserve fédérale et le marché monétaire de New York. franz.Übersetzung. Paris 1930.
A. Cabiati, Die internationale Kapitalbewegung bei stabiler und entwerteter Währung. - Die Wirtschaftstheorie der Gegenwart IV. Wien 1928.
Caillez, L'organisation du crédit au commerce extérieur en France et à l'étranger. Paris 1930.
Gustav Cassel, Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1932.
" La monnaie et le change après. 1914. franz. Übersetzung. Paris 1923.
Pierre Cauboue, La conduite des banques. Paris 1931. Affaires de banques. Paris 1932.
Gabriel Caullet, L'aide à l'industrie et la liquidité des capitaux. Paris 1928.
Casamajor, Le marché à terme des changes en France. Dissert. Paris 1924.
De Cenac, La loi du 28.mars 1885 et la convention de contrat direct. Paris 1911.
Charles Colson, Cours d'économie politique. Paris 1931.

Comité Parlementaire français du commerce. La réorganisation du marché financier de Paris. Dissert. Paris 1930.
Pierre Costes, La lutte pour la suprématie. Les grands marchés financiers. Paris Londres New York. Paris 1932.
Courcelles-Seneuil, Les opérations de banque. Paris 1929.
Henri Darres, La concurence des Caisses d'Epargne et des banques de depots. Dissert. Lille 1933.
Jules Decamps, Les changes étrangers. Paris 1922.
Delannay, Le marché des valeurs mobilières en France de 1900 à 1927. Paris 1928.
Diehl, Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland. Jena 1932.
Domet de Vorges, Les crédits de banque à long terme. Paris 1930.
Dresdner Bank, Die wirtschaftlichen Kräfte der Welt. Berlin 1932.
Ehrensperger, Die Pariser Börse und die französischen Bankinstitute seit Ausbruch des Weltkrieges 1914-1925. Zürich 1925.
Paul Einzig, International Gold movements. London 1930.
The fight for financial Supremacy. London 1931.
Chr. Emmanoil, Les variations du taux de l'escompte en France. Dissert. Paris 1932.
Pierre Etienne, Les crédits par acceptation. Paris 1926.
Walter Eucken, Was ist Kapital? Leipzig 1934.
Marco Fanno, Die reine Theorie des Geldmarktes. Übersetzt von Dr.Hans Fried. Wien 1933 in Beiträge zur Geldtheorie 1933. herausgegeben von Hayek.
Irving Fischer, Die Kaufkraft des Geldes. Berlin Leipzig 1922.
Paul Foy, Les reports. Dissert. Paris 1932.
Gädeke, Die Statistik des Geld- und Kapitalmarktes. Dissert. Frankfurt 1928.
Charles Georges-Picot, La chambre de compensation. Dissertation. Paris 1926.

Karl Gemünd, Untersuchungen zur Theorie der ausländischen Kredite. Kiel 1928.

Germain Martin, Les finances publiques de la France et la fortune privée. Paris 1925.

Les problèmes du crédit en France. Paris 1919.

Cours de doctorat 1926-27.

Gerschkow, Der Geld- und Kapitalmarkt. Eine dogmengeschichtliche Betrachtung. Heidelberg 1932.

Gilbart, The principles and practice of banking London 1837.

Albert Hahn, Der Gegenstand des Geld- und Kapitalmarktes. Archiv f.Sozialwissenschaft. Bd.46.

Zur Theorie des Geldmarktes. Archiv f.Sozialwissenschaft. Bd. 51.

Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites. Tübingen 1930.

Geld und Kredit. Tübingen 1929.

Zur Frage des volkswirtschaftlichen Erkenntnisinhaltes d. Bankbilanzziffern. Institut f. Konjunkturforschung. Sonderheft 4.

Goldvorteile und Goldvorurteil. Frankfurt 1924.

Kredit und Krise. Tübingen 1931.

Halm, Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrbücher für Nationalökonomie. Bd.125. Jg. 1926.

R.G. Hawtrey, Währung und Kredit. Jena 1923.

Karl Helferich, Das Geld. Leipzig 1923.

Hellauer, Die Zahlungsvermittlung der englischen Banken im Überseehandel. Wien 1904.

Max Helwig, Die öffentlichen Gelder am deutschen Geldmarkt der Nachkriegszeit. Hamburg 1930.

Charles Herisson, Le contrôle du crédit à court terme par la banque d'angleterre. Paris 1931.

Heinz Heymann, Frankreich als Kapitalmarkt. Die Ursachen und Folgen der Goldabzüge. Berlin 1931.

W.Hinheisser, Die Entwicklung der großen französischen Finanzierungsbanken. Dissert.Ffm.1925.

Kurt Höweler, Der Geld- und Kapitalmarkt der Schweiz. Berlin 1927.

A. Huart, L'organisation du crédit en France. Paris 1913.

Huvelin, Essai historique sur le droit des marchés et des foires. Dissert. Paris 1897.
Jaffe, Das englisch-amerikanische und das französische Bankwesen. - Grundriß der Sozialökonomik V 2. Tübingen 1915.
Wilhelm Kalveram, Bankbetriebslehre. Berlin 1929.
Bankbilanzen. Leipzig 1922.
Kauffmann, Das französische Bankwesen. Tübingen 1911.
Joseph Keller, Die Zinssätze am Geldmarkt. München 1928.
Keynes, Vom Geld. München Leipzig 1932.
G. Kluitmann, Die Beziehungen zwischen Geld- und Kapitalmarkt. Dissert. Köln 1925.
Koch, Der Warenkredit der Banken und seine Sicherstellung. Jena 1922.
Joh.von Komorzynsky, Die nationalökonomische Lehre vom Kredit. Innsbruck 1903.
Georges Lachapelle, Le crédit public. Paris 1932.
La fontaine de follin, La transformation du marché des capitaux en France depuis 1914. Paris 1925.
J.P. Lazard, Politique et théories monétaires anglaises d'après guerre. Paris 1926.
League of nations, Commercial Banks 1925-1933. Geneva 1934.
Charles Lebeau, La Banque de France. Paris 1931.
Lemaitre, Der Effektenlieferungsverkehr und das Effektengirodepot. Dissert.Ffm. 1926.
André Liesse, L'organisation du crédit en Allemagne et en France.
Jacques Lockhart, Le marché du change de Paris. Paris ohne Jahr.
Jean Lorin, Les banques françaises de dépôts pendant la guerre. Dissert. Paris 1923.
La politique des banques françaises de dépôts. Paris 1927.
F. Machlup, Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung. Wien 1931.
L. Magnien, Les caisses d'épargne ordinaires en France. (1914 1924) Paris 1926.
André Malterre, La politique des banques fédérales de réserve. Dissertation 1933.

Manchez, Sociétés de dépôts et banques d'affaires. Paris 1918.
J. Maenner, Die Theorien des Geldmarktes. Diss. Überlingen 25.
Heinrich Mannstaedt, Ein kritischer Beitrag zur Theorie des Bankkredites.Jena 1927.
Pierre Marais, Des ouvertures en banque de crédits confirmés et non confirmés.Paris 1925.
Jean Marchat, Les grands marchés financiers Londres New York Paris Berlin, leur solidarité internationale. Paris 1932.
F.François Marsal, Encyclopédie de banque et de bourse. Paris 1928.
Pierre Marseilhant, La coulisse et sa réorganisation. Dissert. Paris 1930.
Masteau, La concentration des capitaux. Paris 1929.
B. Mehrens, Die Entstehung und Entwicklung der großen französischen Kreditinstitute. Berlin 1911.
Christian Mellac, Le contrôle du crédit aux Etats Unis. Dissert. Paris 1933.
Emilie Mireaux, Les miracles du crédit. Paris 1930.
Ludwig Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. München Leipzig 1924.
Mombert, Zur Frage von Kapitalbildung und Kapitalbedarf. Festschrift für Lujo Brentano. München 1916.
Henri Montarnal, Manuel des opérations commerciales et financières de Banque et de Bourse. Paris 1929.
Nauck, Die Pariser Börse und ihre Geschäfte. Dissert. Frankfurt a.M.
Neisser, Der Tauschwert des Geldes. Jena 1928.
Neymark, Les mouvements des fonds d'état des grands pays. Paris 1912.
Georg Obst, Geld- Bank- und Börsenwesen. Stuttgart 1929.
Okretie, Geld- und Kapitalmarkt im Wandel der Konjunktur. Dissert. Frankfurt a.M.
Franz Oppenheimer, Theorie der reinen und politischen Ökonomie. V.Aufl. Jena 1924.
H. Oswald, Vorträge über wirtschaftliche Grundbegriffe 4.Aufl. Jena 1922.

Antikritisches zur Zinstheorie Zeitsch.für Soz.wiss.1918.
Marcel Pajot, Les caisses de liquidation dans le marché à terme des changes. Dissert. 1926.
Iglis Palgrave, The Bankrate and the moneymarket London 1903.
M. Palyi, Zur Frage der Kapitalwanderungen nach dem Krieg. Schrifttum des Vereins für Sozialpolitik. Bd.171. III.Teil 1926.
Jean Perrot, Le marché monétaire de Londres. Dissert. Grenoble 1933.
E.A. Petrizi, La monnaie scripturale. Dissert.Paris 1933.
John Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt. Berlin 1913.
Benjamin Poiteux, La Bourse des baleurs de Paris. Dissert. Paris 1926.
Polak, Grundzüge der Finanzierung, Berlin 1926.
Pommery, Change et monnaies. Paris 1925.
Popesco Demetre, Le marché monétaire et le mouvement de concentration et d'expansion des banques françaises depuis 1918 jusqu'à la fin de 1928. Dissert. Strasbourg 1930.
Prion, Der internationale Geldmarkt - in Das Werden in der Weltwirtschaft. Berlin 1926.
" Geldmarktlage und Reichsbankpolitik. - in Vierteljahrsheft für Konjunkturforschung. Ergänzungsheft 4. 1926.
" Wechseldiskont. Leipzig 1907.
Der internationale Geld- und Kapitalmarkt nach dem Krieg. München 1918.
" Der internationale Geldmarkt. - in Vortragsreihe: Vom Werden der Weltwirtschaft, herausgegeben von der Industrie- und Handelskammer in Berlin. 1926.
Radouant, Les rapports de la Banque de France et de l'Etat. Particulièrement pendant la guerre. Dissert. Paris 1921.
Gabriel Ramon, Histoire de la Banque de France. Paris 1929.
Charles Rist, La déflation en pratique. - in essais sur quelques problèmes économiques et

monétaires. Paris 1933.
Charles Rist, Artikel „Pariser Geldmarkt" in Handwörterbuch für Bankwissenschaft. 1932.
Rossillon, Les variations du taux de l'intérêt en France depuis la guerre. Dissert. Paris 1927.
Roth le Gentil, Le mouvement de concentration des banques en France. Dissert. Caen 1910.
Rothschilds Taschenbuch für Kaufleute. Leipzig 1932.
Jacques Rueff, Theorie des phenomènes monétaires. Paris 1927.
André Sayous, Banque de dépôts et banques d'affaires. Paris 1901.
W. Schall, Frankreichs Volks- und Staatswirtschaft seit dem Kriege. Berlin 1926.
Scheller, London und New York als Zentralstellen im internationalen Zahlungsverkehr. Bankwissenschaft 1927.
Schmalenbach, Kapital - Kredit - Zins. Jena 1933.
Adam Smith, Eine Untersuchung über Natur und Wesen des Volkswohlstandes. Übersetzt von Dr. Ernst Grünfeld. Jena 1920.
Fritz Schmidt, Liquidation und Prolongation im Effektenhandel. Leipzig 1912.
" Der nationale Zahlungsverkehr. Leipzig 1920.
Der internationale Zahlungsverkehr und Wechselkurs. Leipzig 1922.
" Das französische Bankwesen - Zeitschr.für gesamte Staatswissenschaft 1907.
V.J.Schmitz, Der Amsterdamer Geldmarkt mit besonderer Berücksichtigung der Zinsschwankungen. Dissert. Köln 1931.
Günter Schmölders, Frankreichs Aufstieg zum Weltkapitalmarkt. Berlin 1933.
Andrée Schneider, La Banque de France depuis 1914. Dissert. Paris 1933.
G.V.Schulze-Gävernitz, Die deutsche Kreditbank. Grundriß der Sozialökonomik. V. 2 Tübingen 1915.
Schumpeter, Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. München Leipzig 1912.

Schumpeter, Das Soz. Produkt und die Rechenpfennige. Archiv für Soz.wissenschaft Bd.44.
Schwarz, Diskontpolitik. Leipzig 1911.
Schwarz, Der deutsche Geld- und Kapitalmarkt. Dissert. Frankfurt a.M.
Friedrich Sieburg, Gott in Frankreich. Frankfurt a.M. 1933.
Es werde Deutschland. Frankfurt 1932.
Simon, Die Banken und der Hamburger Überseehandel. Stuttgart Berlin 1909.
Singer, Prolegomena zur Theorie des Geldmarktes. Schmollers Bd. 52.
Societé des Nations, Rapport de la délégation de l'or du comité financier. Genève Juin 1932.
Somary, Bankpolitik. Tübingen 1934.
Spiethoff, Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarktes. Schmollers 1909.
Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güter. Schmollers 1909.
Der Kapitalmangel im Verhältnis zur Güterwelt. Schmollers 1909.
Der Begriff des Geld- und Kapitalmarktes. Schmollers 1920.
Steinberg, Das Geldkapital. Bonner Staatswissenschaftliche Untersuchungen. Heft 4 1922.
Stucken, Theorie der Konjunkturbewegungen. 1926.
Règlement particulier de la compagnie des agents de change 1925.
Syndicat des Banquiers en valeur près la Bourse de Paris. Circulaires et décisions. 1923.
Syndicat des Banquiers en valeur près la Bourse de Paris. Règlement 1922.
Syndicat des Banquiers en valeurs près la Bourse de Paris. Règlement fixant les clauses et conditions des opérations traitées par l'intermédiaire des membres du syndicat - opérations à terme. 1926.
Syndicat générale des Banquiers en valeurs près la Bourse de Paris. Statuts 1933.
Taussig-Palyi, Theorie der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Leipzig 1929.

Terrel et Lejeune, Traité des opérations commerciales de banque. Paris 1924.
Testis, Le rôle des établissements de crédit en France. Paris 1908.
Teuteberg, Die Zinsarbitrage. Dissert. Ffm.
Thaler, Droit commercial. Paris 1925.
André Thery, Les grands établissements de crédit français avant, pendant et après la guerre. Dissért. Paris 1921.
Tismer, Grenzen der Diskontpolitik, München Leipzig 1932.
R.J. Truptil, Le système bancaire anglais et la place de Londres. Dissert. Paris 1933.
Jean Velay, Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits. Vorträge in der Ecole des Sciences Politiques. Paris 1932.
Pierre Vigreux, Le crédit par acceptation. Paris 1932.
Jean Villaret, La caisse autonome d'amortissement. Dissert. Paris 1930.
Vogel, Das Devisentermingeschäft. Berlin 1924. in Bank- und wissenschaftliche Abhandlungen. IV. Bd.
Voigt, Das überseeische Dokumententrattengeschäft der Banken. Mannheim Berlin 1926.
Adolf Wagner, Die Geld- und Kredittheorie der Peelschen Bankact. Essen 1920.
Noe Wajner, La technique moderne du crédit à l'exportation. Paris 1931.
Walb, Zur Mechanik der internationalen Kapitalwanderungen. Zeitschr.f.Handelswiss.Forschung. 1923.
Die Struktur der internationalen Kapitalbeziehungen. Annalen der Betriebswirtschaft. I.Bd.
Zur Theorie des Wechselkurses. Zeitschrift f. Handelswissenschaftl.Forschung. Bd.XI.
Paul Warburg, The federal reserve System. New York 1930.
Amerikan und European Banking methods. New York 1908.
The discountsystem in Europe. Washington 1910.

Adolf Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken. Ein Vergleich deutschen und englischen Bankwesens. München 1922.
Allgemeine Volkswirtschaftslehre. Eine Einführung. München 1930.
Weill, Solidarität der Geldmärkte. Ffm. 1903.
Wicksell, Geldzins und Güterpreise. Jena 1898. Vorlesungen über Nationalökonomie. Jena 1922.
Zur Zinstheorie. Wirtschaftstheorie der Gegenwart. Wien 1928.
Walram von Willers, Der holländische Geld- und Kapitalmarkt während des Krieges und nachher. Dissert. Köln 1925.
Hartley Withers, Qu'est ce que le monnaie? (Übersetzung von the meaning of money). Paris 1920.
Wolf, Das internationale Zahlungswesen. Leipzig 1913.
Hellmuth Wolff, Lehrbuch der Konjunkturforschung. Leipzig 1928.
Robert Wolf, Le systeme monétaire français. - Vortrag in der Ecole des hautes études sociales in: Les finances publiques de la France. Paris 1926.
Salomon Wolff, Frankreich und sein Gold. Ffm. 1933.
Les problemes actuels du crédit, Verschiedene Vorträge in der Ecole libre des Sciences Politiques. 1930.
La stabilité monétaire. Rapports de la deuxième semaine de la monnaie. Paris 1927.
Encyclopedia of the sozial sciences. London. Macmilian
Handwörterbuch der gesamten Staatswissenschaft.
der Bankwissenschaft
des Bankwesens
der Betriebswirtschaft.
Jahresbericht der großen Banken. 1926/1932.
Banque de France
Banque Nationale de crédit
Banque Nationale de crédit à l'industrie
Comptoir d'escompte.
Crédit commercial de France.
Crédit Lyonnais
Société générale de crédit industr. et com.

Société générale pour favoriser...
Banque francaise de reports et de dépôts.
Banque de Páris et des Pays-Bas.
Bericht der caisse autonome d'amortissements
Bericht der caisse des dépôts et consignations.
Statuts der chambre de compensation des banquiers de Paris.
Caisse speciale de reports et de règlements. Statuts 1927.
Agence économique et financière.
Banque.
Bulletin C.P.A.
Bulletin de la société d'économie appliqué.
Bulletin S E I E.
Bulletin de la statistique générale de la France.
Bulletin de la société de statistique de Paris.
Bulletin de statistique et de législation comparée.
Le capital.
L'economie internationale. - herausgegeben von der Chambre de commerce internationale. Paris.
L'économiste Européen.
L'europe nouvelle.
L'information économique et financière.
Journal des débats.
Le journal des économistes.
Journal officiel et documents parlementaires.
Revue de droit bancaire.
La réforme économique.
Revue économique internationale.
Revue d'économie politique.
Revue politique et parlementaire.
Le Temps.

Annalen der Betriebswirtschaft.
Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik.
Die Bank.
Bankarchiv.
Bankwissenschaft.
Deutscher Ökonomist.
Der deutsche Volkswirt.
Frankfurter Zeitung.
Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik.
Kölnische Zeitung.
Die nationale Wirtschaft.
Neue Züricher Zeitung.
Der österreichische Volkswirt.
Plutus Briefe.
Schmollers Jahrbücher.
Weltwirtschaftliches Archiv.
Die Wirtschaftskurve.
Wirtschaft und Statistik.
Zahlungsverkehr und Bankbetrieb.
Zeitschrift für Betriebswissenschaft.
Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung.
Zeitschrift für Sozialwissenschaft.

Disposition.

	Seite
A. Erste theoretische Einführung	1
Spiethoff	8
Kritik zu Spiethoff	11
Beckerath	13
Kritik zu Beckerath	18
Rist	21
Kritik zu Rist	24
Halm	27
Kritik zu Halm	30
Adolf Weber	32
Kritik zu Adolf Weber	34
A. Hahn	35
Kritik zu Hahn	41
Budge und die von uns vertretene Theorie	44
B. Zweite theoretische Einführung	
Die Geldschöpfung	57
Anhang: Das Clearing.	81
C. Der Diskontmarkt	
I. Der Wechseldiskont.	
a) Der Wechseldiskont	92
b) Der Privatdiskont	102
II. Die Banken	106
a) Depositen-Spekulationsbanken	109
b) Die Konzentration	115
c) Einfluß des Sparens auf den Geldmarkt	119
d) Charakter der französischen Sparbildung und Filialenpolitik der Banken	128
e) Die Fusion und die Konzernbildung als Konzentrationsmittel	133
f) Union syndicale des Banquiers	135
III. Die Banque de France.	
a) Die Banque de France	136
b) Emissions-Regelung	144
c) Offene Marktpolitik	157
IV. Akzeptmarkt.	
a) Akzeptgeschäfte	177
b) London und New York	185
c) Akzepte am Pariser Markt	199

Seite

D. Markt für Reportgelder.
I. Reportgeschäfte.
a) Allgemeines 220
b) Geldangebot 225
c) Geldnachfrage 229
d) Die Vermittler 229
e) Gemeinsames über die Vermittler 237
f) Marktorganisation 238
II. Offizieller Markt.
a) Preisbildung 240
b) Liquidationskurs. 250
c) Feststellung der Reportsätze 251
d) Liquidationskonten. 253
III. Reports bei der Kulisse 256
E. Lombarde 262
F. Tagesgeld 271
G. Einfluß des Staates 281
a) Bons du Trésor 283
b) Amortisationskasse 288
c) Sparkassen 306
d) Caisse des Dépots et Consignations . . 309
H. Devisenmarkt.
I. Kapital-Bewegungen 319
a) Goldwährung 327
b) Vom Gold unabhängige Währungen 332
II. Der Pariser Devisenmarkt 344
a) Beziehungen von Paris mit dem Ausland . 344
b) Vermittler 348
c) Devisenmakler 350
d) Tageseinteilung der Geschäfte 352
e) Das Material auf dem Markt 353
f) Devisen-Termin-Geschäfte 355
g) Reports en soi-même 356
h) Mindestbeträge 356
i) Kursgestaltung 357
j) Geschäfte am Telefon 360
k) Markt auf der Börse 361
l) Das Kursblatt 363
m) Schriftliche Bestätigung der Geschäfte. 366
n) Ausführung der Geschäfte 368

Seite

III. Verrechnungsstelle für Devisengeschäfte 370
J. Schluß 373

-.-.-.-

A. Erste theoretische Einführung.

Um einen Markt berechtigterweise als Grundstücksmarkt oder Viehmarkt bezeichnen zu können, muß man vor allem wissen, was auf diesem Markte getauscht wird, was der Gegenstand dieses Marktes ist.

Man spricht von einem Geldmarkte. Die innere Rechtfertigung dieser Bezeichnung eines gewissen Marktes kann nur die Beantwortung der Frage nach dem Gegenstande dieses Marktes geben. Das ist die erste Frage, die sich in dieser Arbeit aufwirft.

Am nächsten läge wohl diese Antwort: das Objekt des Geldmarktes ist Geld, auf dem Geldmarkte wird Geld gehandelt.

Aber wird auf den Warenmärkten bei näherem Zusehen nicht auch Geld gehandelt? Ist es nämlich nicht ein altbekanntes Mittel, um zu Geld zu kommen, Waren zu veräußern.

Diese fragende Entgegnung auf die Beantwortung der hier aufgeworfenen Frage nach dem Objekte des Geldmarktes hat eine überraschende Wirkung, sie wäre eines Sophisten würdig. Aber sie hält einer genauen Prüfung nicht stand. Sehr irreführend kann nämlich die eigentümliche Sprache der Praxis sein, die deren Vorstellungen wiederspiegelt. Die Verfasser des Handelsteils von Zeitungen und Zeitschriften haben sich die Sprechart der Bankiers und Börsenleute angeeignet und sprechen, betreffs des Geldmarktes von „rarem" oder „flüssigem" Geld. In Paris sagen sie: L'argent est rare oder l'argent est abondant, was an und für sich annehmbar ist. Sie sagen aber auch, das Geld sei teuer oder billig. L'argent est cher, l'argent est bon marché sagt der Makler zu dem Spekulanten, und das hat eigentlich keinen Sinn. Allein was man kauft oder verkauft kann teuer oder billig sein. Niemand würde ernstlich den Gedanken fassen, einen Zwanzig-Reichsmarkschein gegen vier Fünf-Reichsmarkstücke zu verkaufen. Das Geld wird nicht gekauft oder verkauft. Das Geld hat keinen Preis; denn den Wert des Geldes

kann man nicht wieder in Geld ausdrücken.

Diese Ausdrücke der Praxis sind anders aufzufassen. Die Geschäfte auf dem Geldmarkt sind keine Kauf-Verkaufgeschäfte, sondern wie wir sehen werden, Leihgeschäfte. Sagen: das Geld sei billig oder teuer, ist nur eine Ausdrucksweise. Es handelt sich um das Geldleihgeschäft. Das Leihgeschäft ist es, was teuer oder billig ist. Das heißt nur, daß der Leiher mehr zurückzahlen wird, als er bekommen hat.

Die Frage nach dem Objekt der Geschäfte auf dem Geldmarkt ist eine der schwierigsten der Nationalökonomie. Sie verbindet die heiklen Fragen über Kapital, Zins, Geld und Konjunktur auf einem gemeinsamem Gebiet, wo diese vier ökonomischen Erscheinungen zusammenstoßen und ineinandergreifen. Anderswo, in den Lehrbüchern stehen diese Fragen sorgfältig getrennt, hier bietet uns die Beobachtung der Praxis eine unzerlegbare Einheit; wir müssen sie als solche studieren, obwohl sie in ihren Erscheinungen von den oben erwähnten vier Grundproblemen abhängt.

Die von der Praxis aufgezeigte Erscheinung lehrt, daß zwei Märkte, der Geld- und der Kapital-Markt nebeneinanderstehen, die in der Tat sehr viele gemeinsame Züge haben, aber nicht denselben Gesetzen folgen, sodaß sie nicht auf einen gemeinsamen Nenner zu bringen sind, und tatsächlich zwei verschiedene Märkte bilden. Die Praxis hat es wohl erkannt, und es sind nicht dieselben Personen, die auf diesen Märkten tätig sind. Es sind zwei verschiedene Märkte, da die Preisgestaltung auf den beiden nicht die gleiche ist; auf dem einen sind in der Regel die notierten Sätze niedriger, als auf dem anderen; auf dem ersten sind die Preisbewegungen öfteren und stärkeren Schwankungen, als auf dem zweiten unterworfen. Jede Untersuchung muß diesem Sachverhalt Rechnung tragen und, ohne die Unterschiede zu verwischen, eine Erklärung für jeden zu geben versuchen.

Die Praxis hat nach den äußeren Erscheinungen die Ausdrücke Geldmarkt und Kapitalmarkt geprägt, was leicht zu der Auffassung führt: Auf dem Geldmarkt wird Geld gehandelt und auf dem Kapitalmarkt Kapital. Sie fängt erst an, sich auf schwankendem Boden zu

fühlen, wenn man sie weiter drängt und fragt nach dem Unterschied zwischen Geld und Kapital.

Wir sind gezwungen, diese „naive" Auffassung im Sinne des Wortgebrauchs aus denselben Gründen, wie Hahn zurückzuweisen „denn in der modernen Wirtschaft kann sich der Bedarf an Kapital nicht anders als durch Bedarf an Geld ausdrücken, mit dem man die Kapitalgüter, die man braucht, kaufen kann, und umgekehrt ist auch jede Geldnachfrage nie Selbstzweck, sondern in letzter Linie nur Mittel zur Befriedigung von Kapitalbedarf." (1)

Spiethoff hatte schon gegen die Vorstellung einer vulgären Erkenntnis 1909 gekämpft, als er sagte: „Wir sahen, daß der Geldmarkt keine innigere Beziehungen zum Geld hat, als die anderen Teile des Kapitalmarktes...." (2)

Wer Geld auf dem Geldmarkt nimmt, tut es nicht um das bloße Vergnügen, Geld zu haben, sondern um damit arbeiten zu können, um Waren kaufen, verarbeiten, absetzen zu können, d.h. in den Besitz von Kapitalgütern zu kommen. Und wer Kapital auf dem Kapitalmarkt nimmt, bekommt es in Form von Geld. Er gibt Aktien oder Obligationen aus und nimmt Geld herein, womit er arbeiten wird. Jeder Kapitalmarkt im Sinne der Praxis ist insofern Geldmarkt und jeder Geldmarkt insofern Kapitalmarkt. Dasselbe könnte man von jedem Warenmarkt behaupten.

Mit mehr Erfolg versuchen die Praktiker, anstatt nach den Ursachen zu forschen, zu beschreiben, was Spiethoff „die äußere Ordnung" nennt. Diese kann uns nicht befriedigen.

Nach Somary (3) besteht der Geldmarkt aus zwei Arten von Geschäftsvorgängen, nämlich den Betriebs- und Effekten-Krediten, deren besondere Eigenschaften, durch die sie streng von Kapitalmarktgeschäften geschieden werden, ungefähr folgende sind:

„1. Die Kredite werden nur auf kurzen Termin gewährt.
2. Für bestimmte wirtschaftliche Zwecke, wie Fer-

---

1) Hahn, Zur Theorie.... S.290.
2) Spiethoff, Die äußere Ordnung.... S.26.
3) Somary, Bankpolitik, Tüb. 1930, S.23.

tigstellung von Waren oder Realisierung der Spekulation

3. Der Kreditgeber ist an dem Geschäftserfolg des Schuldners völlig uninteressiert, und hat demgemäß keinen Anteil am Unternehmergewinn bzw. Risiko
4. Eine rasche und sichere Rückzahlung der Kredite ist gewährleistet
5. Es wird im Normalfalle ein relativ niedriger Zins verlangt, gleichgültig wie hoch der vom Schuldner erzielte Gewinn ist".

Während auf dem Geldmarkt sich liquide Zinsgeschäfte abwickeln, und hier Eigentum prompten in kürzester Frist geltend zu machenden Anspruch auf Geld bedeutet und starke Garantien für rechtzeitige Rückzahlung, sowie die Möglichkeit gegeben ist, die Forderung am Markte, Zentralbank oder im Ausland zu jeder Zeit ohne Verlust abzustoßen, bedeutet Eigentumsanspruch auf dem Kapitalmarkt entweder langfristigen Anspruch auf Geld (Obligationen, Pfandbriefe) oder Anspruch auf Kapitalgüter anderer Art. Die Beendigung bzw. Realisierung der Anlage ist hier häufig dann am schwierigsten durchzuführen, wo sie am dringendsten erwünscht ist.

Die Abtrennung der Vorgänge des Geldmarktes von denen des Kapitalmarktes nach diesen Momenten scheint zunächst insofern willkürlich, als beispielsweise ein Kontokorrentkredit (also Geldmarktkredit), wie es Schumpeter schon andeutete, unter Umständen ebenso lange laufen kann, wie eine Obligation.

Zwischen den verschiedenen Auffassungen der Praxis findet man in der Regel eine vollständige Übereinstimmung, die bis in die Einzelheiten reicht, ohne sich jemals bedeutend zu überschneiden. Unter dem Begriff Geldmarkt faßt man in der Regel das Tagesgeld-, Diskont-, Report-, Lombard-Geschäft, das Devisenleihgeschäft und oft das Kontokorrentgeschäft.

Der Kapitalmarkt umfaßt die Käufe und Verkäufe von Obligationen, Aktien, Renten, Kuxen, Gesellschaftsanteilen usw. bzw. das Emissionsgeschäft und den privaten bzw. bankmäßigen Hypothekarkredit.

Hahn, dem als Bankpraktiker die in Frage stehenden

Marktvorgänge Gegenstand täglicher Anschauungen sein müssen, und der die „in der Praxis scharf ausgeprägte Terminologie" seinen Erörterungen zugrundelegt, schreibt: „Die Praxis bezeichnet als Geldmärkte den Markt für tägliches Geld, für Geld auf einen Tag (sogenannten Schecktausch), für Ultimo-Monats- und Dreimonats-Geld und den Privatdiskontmarkt. Unter der Bezeichnung „Kapitalmarkt" werden insbesondere die Aktien- und Obligationenmärkte und der Hypothekenmarkt zusammengefaßt". (1) Bezeichnend ist, daß er dabei Reportgelder und Devisenmarkt nicht erwähnt, obwohl sie im Sinne der Praxis hinzugerechnet werden müssen. - Zum Kapitalmarkt gehören sie jedenfalls nicht. - (In seiner Theorie des Geldmarktes passen sie, wie wir später sehen werden, allerdings nicht.)

Ähnlich beginnt Dr. Tewaag sein Referat über den Geldmarkt in der Bankenquete 1933 mit den Worten: „Der Geldmarkt ist der Markt für kurzfristige, der Kapitalmarkt der Markt für langfristige Kapitalhingabe". (2)

Die Praxis schwankt zwischen zwei Auslegungen des Begriffes Geldmarkt. In Deutschland (3) gewinnt immer mehr die Auffassung an Boden, die den Geldmarktbegriff aufspart für einen Markt, der örtlich organisiert ist, nämlich für den offenen Geldmarkt, Geldmarkt im engeren Sinn, oder Börsengeldmarkt. Es wäre mit anderen Worten der Markt für kurzfristige Kredite, die erstklassige Firmen verpflichten, und die nachher als fungible oder quasi fungible Ware angesehen werden können: Diskont von Prima-Wechseln, Reportgeldern.

In der französischen (4) und englischen (5) Ter-

---

1) Hahn, Zur Theorie S.290.
2) Untersuchung des Bankwesens 1933, Bd.I, S.541.
3) In diesem Sinne, von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt. Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft. Der Bankkredit. Kap. Der Deutsche Geldmarkt.
4) In diesem Sinne Ch.Rist, in dem Art. „Pariser Geldmarkt" im Hdw.der Bankwissenschaft.- Die Chronik der Revue d'Economie Politique: „Le marché monétaire et des charges".
5) In diesem Sinne Hartley Withers, Qu'est ce que la

minologie ist dieses Verlangen nach dem börsengängigen Charakter viel weniger stark, und die Neigung besteht, den Geldmarkt breiter aufzufassen.

Die Frage nach der mehr oder weniger weiten Auffassung des Geldmarktes ist übrigens nebensächlich. Die Kriterien, die man treffen könnte, sind nicht grundlegend und nach Somary (1) z.B. wäre schon ein Markt im Sinne unserer Ökonomie vorhanden, wenn die Teilnehmer die Bedingungen messen und veranschlagen können, unter denen ihre Konkurrenten anbieten. Nach unserer Auffassung kann nur, wie wir es noch zeigen werden, der Markt im weiteren Sinne verstanden werden.

Die Wissenschaft ist darüber einig, daß eine Erklärung von der Praxis nicht gegeben wird, und daß die verschiedenen Einteilungsversuche der Praxis ungenügend und unzutreffend sind. Singer (2) sagt mit Recht: „Auf dem Geld-, wie auf dem Kapital-Markt handelt es sich um entgeldliche Überlassung von Verfügungsmacht, sei es in Form dauernder Beteiligung an Unternehmungen, sei es in Form befristeter Überlassung. In allen Fällen wird hierbei Verfügungsmacht in „lytrischer Form" übertragen, von Sacheinlagen und Umgründungen abgesehen".

Die Theorie kann uns den Leitfaden geben, um ersehen zu können, was eigentlich ein Geldmarkt ist, welche Geschäfte man dazu zählen kann und muß. Die Frage, ob man den Begriff im engeren oder weiteren Sinne auffassen soll, beantwortet sich dann von selbst. Allein eine Theorie kann den Geldmarkt als ein Ganzes für sich, als ein Organismus erscheinen lassen, die Verhältnisse und Beziehungen zwischen den verschiedenen Gebieten verstehen lassen. Bei dem Fehlen einer Theorie können wir nur das Nebeneinanderstellen von Teilerkenntnissen haben, ohne Verbindungen, ohne sicher zu sein, daß die Proportionen richtig gehalten

---

monnaie-franz. Übersetzung. - Jean Perrot, Le marché monétaire de Londres. Encyklopedia of Social Science. Artikel „Money-Markt".

1) Somary, Bankpolitik. S. 23.
2) Singer, Prolegomena.... Schmollers Bd. 52 S. 5.

werden; wir können keine gesamte Erscheinung haben.

Es genügt nicht, um mit Halm zu sprechen: „...Wenn die sozialökonomische Theorie sich nur mit der äußeren Ordnung der Erscheinungsformen des Kreditmarktes beschäftigt, wenn sie sich nur auf formale technische praktische Erklärungen beschränkt. Sie muß vielmehr die Erscheinungsformen in ihre Bestandteile auflösen, ursächliche Beziehungen zwischen diesen feststellen und in dieser Weise bis an die Grenzen der sozialökonomischen Forschungsprovinz vorzudringen suchen". (1)

Es ist nicht unser Ziel, alle Theorien der verschiedensten Autoren, die das Thema dieser Arbeit in anderem Zusammenhange vielleicht einmal kurz gebracht haben, hier zu diskutieren. Wir wollen nur diejenigen in Erwägung ziehen, die sich ausgesprochen mit dem Problem des Objektes des Geldmarktes beschäftigt haben, und darunter auch nur die Haupttheorien, die das Problem in irgendeiner wichtigen Seite erfaßt haben. Es ist nämlich interessant, zu erkennen, wie diese Theorien - die von Hahn ausgenommen - sich im Grunde genommen nicht gegenseitig ausschließen, sondern sich sehr gut vertragen können und sich gegenseitig ergänzen -.

Nirgends scheint uns das Wort von Pascal besser angebracht als hier: „C' est de cette façon que l'on peut aujourd'hui prendre d'autres sentiments et de nouvelles opinions (envers ceux qui nous ont précédés) puis que les premières connaissances qu'ils nous ont données ont servi de degrés aux nôtres. S'étant élevés jusqu'à un certain degré où ils nous on portés, le moindre effort nous fait monter plus haut et avec moins de peine et moins de gloire nous nous trouvons au dessus d'eux, et pouvons découvrir des choses qu'il leur était impossible d'apercevoir." Diese Studie der grundlegenden, nach unserem Sinne komplementären Theorien wird nebenbei dazu dienen, die Schattenseiten der einzelnen Theorien zu zeigen. Bei dieser Darlegung ist die systematische Behandlung der chronologischen Folge der Theorien vorgezogen

---

1) Halm, Das Zinsproblem.... S.5.

worden. Hierbei zeigt sich, - und das hat unterscheidende Wirkung - daß ein Teil der Theoretiker ihre Betrachtungen von der Kapitalseite her durchführen und als Objekt, sowohl des Geld- wie Kapitalmarktes nur das Kapital sehen wollen. Darunter finden wir Spiethoff, der den Geld- und Kapitalmarkt nach der Fristigkeit teilen will, Ch. Rist, der die beiden Märkte nach dem Ursprung der Kapitalien, Beckerath, der den Unterschied in dem Bestimmungszweck der gehandelten Kapitalien, Halm, der den Unterschied in der Verwendung im Produktionsprozeß sieht.

Andere Theoretiker betrachten den ganzen Vorgang von der Geldseite her. Hahn geht an das Problem heran, indem er auf beiden Märkten nur monetäre Erscheinungen sieht.

Als jüngste Aussagen zu diesem Fragenkomplex nennen wir Budge. Seine Theorie, die wir auch stärker zugrundelegen, erlaubt die Auswertung der anderen Theorien und nähert sich in seiner Objektbestimmung wieder weitgehend der Praxis. Er sieht zwischen den beiden Märkten einen Unterschied in der Natur ihrer Objekte.

Einige namhafte Theoretiker werden nur deshalb gelegentlich nebenbei herangezogen, weil sie sich zu unserer Fragestellung wenig oder kaum geäußert haben.

S p i e t h o f f .

Nur ein (Kapital)markt, der graduell nach der Fristigkeit unterschieden wird.

Spiethoff ist der erste, der es versucht hat, die Behauptungen der Praxis zu widerlegen und eine Theorie des Geldmarktes zu geben. Seine Studie, die sehr konjunkturtheoretisch orientiert ist, erschien schon 1909 in 3 Artikeln in Schmollers Jahrbüchern (1). Er

---

1) Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güter, Die äußere Ordnung am Geld- und Kapitalmarkt. Der Kapitalmangel im Verhältnis zur Güterwelt. Der Begriff des Geld- und Kapitalmarktes. Schmollers 1920.

beobachtet, daß die Kapitalbildung planlos in den tausend Händen der großen und kleinen Sparer stattfindet, und daß die Anlagetätigkeit auch planlos durch die Menge der Unternehmer betrieben wird, und daß infolgedessen kein Zusammenhang besteht zwischen Bildung und Anlage von Kapital. Dies führt zu einem ungesunden Zustand, denn das Anlegen muß dem Sparen logischerweise folgen.

Die Verbindung zwischen den beiden Erscheinungen wird noch lockerer dadurch, daß unsere Wirtschaft keine Naturalwirtschaft ist. Auf der Naturalwirtschaftsstufe gibt es nur den Tausch in natura, und letzten Endes kann nicht mehr angelegt werden, als gespart wird. Die Frist der Anlage kann zu lang sein, wenn man zu lange Produktionsumwege wählt. Aber man kann nicht mehr anlegen, als Kapital überhaupt vorhanden ist. Wenn andererseits Produktionsmittel brachliegen, lassen sie sich sofort als solche erkennen. Ganz anders ist es in unserer Geldwirtschaft. Wer spart, spart in Geld und wer Kapital braucht, fragt nach diesem Geld. Die Nachfrage nach Kapital und das Kapitalangebot sind also Geld-Nachfrage und -Angebot. Aber das Geld ist nur Ausdruck für das Kapital, es gibt nur einen Kapitalmarkt, Durchgangsort zur endgültigen Bedarfsbefriedigung mit persönlichen, sachlichen Gütern. Das Kapital bedient sich eines Ausdrucksmittels: Das Geld, als „Bindeglied zwischen den beiden Vorgängen" (1), steht aber nicht im Gleichklang mit diesen beiden Vorgängen. Das Geld und seine Ersatzmittel sind keine Stellvertreter der geschilderten Vorgänge und spielen eine selbständige Rolle insofern, als sie angeboten und nachgefragt werden, gleichgültig in welchem Verhältnis Kapitalbildung und Güterherstellung sich befinden: Seine eigentliche Aufgabe, sich der Kapitalbildung und Güterherstellung anzupassen, erfüllt das Geld deswegen nur sehr unvollkommen. Die Rolle des Privatkredites ist es, die drei Vorgänge einander anzupassen. Und das findet auf dem „Geld- und Kapitalmarkt" statt.

Der „Geld- und Kapitalmarkt" ist demnach die Zu-

---

1) A.Spiethoff, Die äußere Ordnung.... S.19/447.

sammenfassung aller Übertragungsvorgänge von Erwerbskapital.

Die Unterschiedlichkeit der Märkte ist nicht die Folge von Unterschieden in der Natur des Kapitals. Es ist nur die Auswirkung der verschiedenen Bedingungen, unter denen das Kapital zu leihen ist und der verschiedenen Bedürfnisgrade je nach dem jeweiligen gesetzten Ziel. „Es bedarf kaum der Bemerkung, daß auf diesem Markt (im Sinne Spiethoffs „Geld- und Kapitalmarkt") nicht unterschiedloses Kapital Verwertung sucht und nicht schlechthin nachgefragt wird. Es handelt sich auf beiden Seiten um die allerverschiedensten Wünsche und Bedingungen und hiernach zerfällt der Markt in eine nicht geringe Zahl von Sondermärkten"(1).

Auf dieser Basis macht Spiethoff folgende Einteilung: Unternehmungskapitalmarkt und Leihkapitalmarkt. Den ersteren unterteilt er in landwirtschaftlichen, Gewerbe-, Verkehrs-, Handels-Kapitalmarkt, was eigentlich nicht sehr viel Bedeutung hat. Den Leihkapitalmarkt unterteilt er in Rentenmarkt
Hypothekenmarkt
Sparkassen
Geldmarkt (2)

Der Geldmarkt unterscheidet sich vom Rentenmarkt nur durch die Fristigkeit der Leihgeschäfte. Auf dem ersten werden die Kapitalien kurzfristig geliehen, auf dem zweiten langfristig.

Er gibt der Praxis zu, es gäbe einen Markt im engeren und im weiteren Sinne. „Der Geldmarkt im weiteren Sinn stellt die Gesamtheit des Geldkapitals dar, das als Leihkapital auf kürzere Fristen in bestimmten gebräuchlichen Geschäftsformen nachgefragt wird und verwendet werden soll. Diese Formen sind namentlich das Wechseldiskont-, das Lombard-Geschäft, das Darlehen in laufender Rechnung (Kontokorrent-Kredit) und auch das Bardepositengeschäft wäre hierher zu nehmen. Der engere Geldmarkt umfaßt den an der Börse sich abspielenden Teil, der hier in besonderen, eigentümlichen

---

1) Spiethoff, Die äußere Ordnung.... S.23.451.
2) " " " " S.24.452.

Geschäftsformen erfolgt. Diese sind das Privatdiskont-, das Report- und Deport-, sowie das börsenmäßige Lombardgeschäft, nämlich die unter dem Namen „tägliches Geld" „fixes Geld" „Ultimo-Geld" betriebenen Beleihungen (1). Nach Spiethoff sind also Geld- und Kapitalmarkt der Praxis von ein und derselben Natur. „Der Geldmarkt hat keine engeren Beziehungen zum Geld als die anderen Teile des Kapitalmarktes" (2), denn er selbst ist ja auch nur „Kapitalmarkt". Das Objekt ist Erwerbskapital, ein Begriff, der von Spiethoff in demselben Sinne angewandt wird wie Kapitaldisposition von Cassel.

Kritik zu Spiethoff.

Spiethoff hat es versucht, den Schleier zu heben, welcher das Geld über die tatsächlichen Vorgänge der Wirtschaft legt und sich über den Mechanismus klar zu werden. Er führt alle Erscheinungen auf das für ihn Wichtigste: das Kapital, zurück.

Das von ihm aufgestellte System, besonders die Betrachtungen über die inneren Beziehungen dieser Erscheinungen dienen als Grundlage einer ganzen Reihe von konjunkturtheoretischen Forschungen.

Die von ihm getroffene technische Einteilung des „Kapital"-Marktes ist aber nicht mehr von der wissenschaftlichen Literatur vertreten worden. Beckerath (3) hält diese These von Spiethoff für unzureichend. Er hält diese Unterscheidungen für lediglich formal und juristisch und verwirft sie deshalb als unzureichend für eine ökonomische Theorie. Nicht anderes unterscheidet in der Tat das Aktienkapital von dem Obligationskapital einer Aktiengesellschaft als die juristische Form des Vertrages.

Außerdem überschneiden sich die Einteilungen Spiethoffs, was sie für die Wissenschaft unbrauchbar macht. Der Leihkapitalmarkt umfaßt langfristige und

---

1) Spiethoff, Die äußere Ordnung... S.25. 453.
2) " " " " S.26. 454.
3) von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, 1916 S. 27-174. 175.

kurzfristige Geschäfte, während die langfristigen bereits unter dem Unternehmungskapitalmarkt gefaßt sind. Anders gesagt, steht der Bereich der langfristigen Geschäfte d.h. des Kapitalmarktes nicht nur gegenüber dem Unternehmungskapitalmarkt, sondern ragt noch über den Leihkapitalmarkt hinaus. Halm (1) wies hierauf hin: „Der Kapitalmarkt in weiterem Sinne (Kreditmarkt) zerfällt

1) in den Kapitalmarkt im engeren Sinne (langfristig) und den Geldmarkt (kurzfristig)
2) in den Unternehmungskapitalmarkt (langfristig) und den Leihkapitalmarkt (kurzfristig-langfristig)".

Spiethoff legt nicht Wert genug auf die monetären Momente. Es ist sehr schön, sie als Schleier ohne Einfluß zu entfernen, um die Wirklichkeit beobachten zu können, aber der Schleier ist hier nicht ohne Einfluß auf die Gestaltung des Lebens. Der Unternehmer läßt sich in seiner Dispositionstätigkeit nur von der Höhe des Zinssatzes bestimmen, und wenn er billiges Kapital haben kann, ist er dazu geneigt, seine Anlagen zu vergrößern und seinen Tätigkeitsumfang zu erweitern, vorausgesetzt, daß er für seine vergrößerte Produktion Absatz findet.

In diesem Sinne ist die Theorie Spiethoffs unzureichend, und seine formelle Einteilung kann nicht über die regelmäßig eintretenden Divergenzen des Zinsverlaufes auf den beiden Märkten unterrichten. Es bleibt ihm der Verdienst, gezeigt zu haben, wie im Grunde genommen allein die Kapitalgüter das Kapital bilden, auf die Dauer allein entscheidend sind und durch das Sparen gebildet werden. Anderen Autoren blieb es vorbehalten auf die Wirkung der Kreditschöpfung der Banken hinzuweisen (2). Seine These der Einteilung der Märkte nach der Fristigkeit bleibt bestehen, muß aber anders begründet und ausgelegt werden.

---

1) Halm, Das Zinsproblem..... S. 3.
2) siehe besonders: Stucken, Theorie der Konjunkturschwankungen 1926.

Von Beckerath.

Das Objekt des Geldmarktes ist Betriebskapital.

Um über die von Spiethoff nach der Dauer der Kredite vorgenommene Einteilung hinauszukommen, suchte Beckerath in dem ersten Teile seines Buches (1) nach einem anderen Kriterium und findet dies in dem Verwendungszweck der kreditierten Beträge.

Jenseits des Geldschleiers betrachtet auch Bekkerath nur die Realgüter als Vermögen oder Reichtum. Gegenüber Spiethoff behauptet er: Der Gegenstand des Geld- und Kapitalmarktes sei nicht „Erwerbskapital", sondern Vermögen, und der Definitionsstreit ist wie folgt zu begründen: Vermögen ist „sofortige gegenwärtige Verfügungsmacht über gegenwärtige Güter und Dienstleistungen, wie sie sich in allgemeinster Weise in einer Geldsumme ausdrückt" (2). Das Objekt des Geld- bzw. Kapitalmarktes ist durch dieses Vermögen gebildet, das im Grunde genommen aus Kapitalgütern besteht. Wenn in der Regel auf dem Geld- bzw. Kapitalmarkt die Verfügungsmacht in Form von Geld überlassen wird, darf man nicht den Schein mit der Wirklichkeit verwechseln. Das Geld fungiert nur als Vertreter von höheren Gütern.

Beckerath hat also alles vorbereitet, um die Begriffsbestimmung des Kredits von Komorzinsky (3) übernehmen und für den Geld-Kapitalmarkt anwenden zu können. Nach dieser Definition ist als Kreditgeschäft zu betrachten jedes Geschäft, bei dem Teile des aktuellen Güter- und Leistungsvermögens gegen Entgelt von einer Wirtschaft in die andere übertragen werden. Er stellt fest, daß die Urkunden (Wechsel-Aktien usw.), die auf dem Geldmarkt bzw. Kapitalmarkt zirkulieren, nur als Beweismittel der Geschäfte dienen, aber sonst keinen eigenen Wert haben. Die ursprünglichen Geschäfte

---

1) Von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, Jena 1916.
2) Von Beckerath, Kapitalmarkt und Geldmarkt, S. 2.
3) Komorzinsky, Die nat.ök.Lehre vom Kredit. Insbruck 1903 S.25.

auf den beiden Märkten sind Kreditgeschäfte, und er erfaßt sie in ihrer Gesamtheit unter dem Namen: Kreditmärkte zusammen.

Dieser Begriff muß nach Beckerath in zwei Richtungen abgegrenzt und bestimmt werden. Erstens die Begrenzung auf die börsenmäßigen Vorgänge, und zweitens die Einteilung in Betriebs- und Anlagekapitalien.

Beckerath schließt aus dem Begriff Kreditmarkt - was für den Geld- wie für den Kapitalmarkt gilt - alle Geschäfte, die nicht auf einem Markt, nach den Regeln eines Marktes, abgeschlossen werden, aus.

„Mit der Vorstellung eines Kreditmarktes ist die Idee einer einheitlichen Preisbildung für größere Gruppen von Kreditgeschäften untrennbar verknüpft, einer Preisbildung in der Art, daß die Konkurrenz einer Vielheit von Unternehmern (Anlagemöglichkeiten), zwischen denen die Kreditgeber, und einer Vielheit von Kreditgebern (Kreditquellen), zwischen denen die Kreditnehmer die Wahl haben, ein Durchschnittszins herausbildet." (1) Alle Kreditgeschäfte, „wo die besonderen individuellen Umstände, wie die wirtschaftlichen Machtverhältnisse der Kontrahenten des einzelnen Geschäfts und der Grad ihrer geschäftlichen Umsicht, ferner nur die dem kontrahierenden bekannte interne Lage eines Erwerbsunternehmens den Preis eines (langfristigen) Kredits, ohne Rücksicht auf einen allgemeinen Durchschnittssatz bestimmen", (2) fallen aus. Sehr wichtige Geschäftsvorgänge wie Teilnahme an offenen, Kommandit- und stillen Gesellschaften, Warenkredite und einfache Bankkredite bei der Bank werden also unter anderem nicht zu dem Kreditmarkt gerechnet.

Nach Beckerath grenzen sich also die Geschäfte des Kreditmarktes von den sonstigen Kreditgeschäften durch die marktmäßige Preisbildung und folglich die leichte Übertragbarkeit der Kredittitel ab. Er umfaßt unter dem Namen Kreditmarkt „die gedachte Einheit von Kreditvorgängen und Kreditzirkulationsvorgängen (Börse), bei denen sich die Vergütung der gewährten Kre-

---

1) Beckerath, S.21.
2) Beckerath, 1916, S.21.

dite als eine durchschnittliche unter den Bedingungen einer Vielheit gleichartiger Geschäfte bildet" (1).

Und so steht er gegen die These Spiethoffs (2), nach der der Geldmarkt an keine örtliche Bestimmung gebunden sei.

Wichtiger ist das Kriterium, nach dem Beckerath seinen Kreditmarkt einteilt, um einen Geld- und einen Kapitalmarkt zu bilden. Er weist das Kriterium von Spiethoff nach der Fristigkeit zurück und stellt fest, daß „die Kredite nach ihrer Fristigkeit sich nicht gleichmäßig fortlaufend abstufen, sondern in zwei durch einen großen Fristigkeitsabstand getrennte Gruppen zerfallen" (3), wofür eine Erklärung zu finden ist.

Diese Erklärung liegt bei dem sehr wichtigen Moment des Verwendungszweckes der auf dem Kreditmarkt angebotenen und nachgefragten Gelder. Der betriebswirtschaftliche Unterschied zwischen Betriebskapital und Anlagekapital würde sich in dieser Tatsache auswirken.

Beckerath führt seinen Beweis für die verschiedenen Wirtschaftsarten und zu diesem Zweck unterscheidet (4) er zwischen

1. Privater Erwerbswirtschaft,
2. Öffentlicher Wirtschaft.
3. Privater Verbrauchswirtschaft.

Für jede dieser Wirtschaftsarten versucht v.Beckerath festzustellen, wann und zu welchem Zweck sie Kredite (Vermögen) auf einem Markt oder auf dem andern nimmt. Diese Erscheinungen sollen die Ursachen des wirtschaftlichen Bestehens der beiden Abteile des Kreditmarktes sein.

Für die Privat-Erwerbswirtschaften ist die Lösung klar. Er beobachtet, wie im normalen gesunden Ablauf der Wirtschaft die Unternehmer ihre Kreditbedürfnisse für Anlagebedarf und dauernden Betriebskapitalbedarf

---

1) Beckerath, S. 26.
2) Spiethoff, Der Begriff..... Schmoller, 1920, S. 40, 41.
3) v. Beckerath, S. 27.
4) v. Beckerath, S. 29.

auf dem Kapitalmarkt decken, während sie sich dem Geldmarkt zuwenden, wenn sie einen Kredit für kurze Zeit brauchen. Diese Spitzen in dem Kreditbedarf der Unternehmungen an Anlage- und dauerndem Betriebskapital bilden die Nachfrage auf dem Geldmarkt und geben ihm seinen Charakter.

So erklärt Beckerath die Saisonschwankungen in der Zinskurve des Geldmarktes, die man bei dem Kapitalmarkt nicht findet. Die Konjunktur mit ihrer dauernden Entwicklung nach oben oder nach unten und die eigene Entwicklung der Unternehmung innerhalb der Branchenkonjunktur ändern den Bedarf der Unternehmung an Kapital.

Diese kurzfristigen Kredite sollen zweckmäßig nicht über ein Jahr laufen - da die Saisonschwankungen der Wirtschaft einen jährlichen Zyklus haben. Er macht darauf aufmerksam, daß die Fristigkeit der auf dem Geldmarkt gewährten Kredite, deren Exponent der Wechselkredit ist, besonders durch die Umlaufsdauer der Waren bestimmt wird.

Beckerath schließt seine Untersuchung über die Privat-Erwerbswirtschaft mit dem Satz „der Geldmarkt und die Kreditformen des Geldmarktes wird bei Befolgung gesunder (1) wirtschaftspolitischer Grundsätze für das Gewerbe zur Beschaffung von Betriebskapitalien und zwar in erster Linie von solchen Betriebskapitalien, welche vorübergehend zur Beschaffung zusätzlichen Waren und Geldkapitals innerhalb der jährlichen Wirtschaftsperiode benötigt werden". (2)

Wenn Beckerath dazu kommt, die Rolle des Kapital- bzw. Geldmarktes für die öffentlichen Wirtschaften zu behandeln, entfernt er sich bedeutend von dem festen Boden der Tatsachen und gibt mehr eine Lehre der guten und schlechten Benutzung der öffentlichen Kredite. Dieser Abschnitt besteht aus einer Mischung von Tatsachenschilderungen und grundsätzlichen Forderungen, wodurch er darzulegen sucht, daß die gut geleiteten

---

1) Vom Verfasser unterstrichen, um den später zu behandelnden ethischen Charakter dieser Theorie zu betonen.
2) v. Beckerath, S.42.

öffentlichen Wirtschaften Kredit auf dem Kapitalmarkt nehmen, um größere einmalige und nicht wiederkehrende Ausgaben zu decken.

Gleicherweise soll eine gut geleitete öffentliche Wirtschaft auf dem Geldmarkt in Form von Wechseln, Schatzwechseln, Konto-Korrent etc. nur aufnehmen, wenn es sich um Überbrückungskredite, Vorwegnahmen von Einnahmen, die in das Budgetjahr gehören aber faktisch in einem anderen stattfinden, handelt. Es ist ein bekannter Grundsatz der Finanzpolitik, wonach die normalen Einnahmen des Budgetjahres den normalen Ausgaben desselben entsprechen sollen. Der Geldmarkt soll den Ausgleich über das Jahr hindurch schaffen. Auch die öffentlichen Wirtschaften lassen sich in die Begriffsbestimmung des Geld- und Kapitalmarktes nach dem Verwendungszweck der kreditierten Beträge eingliedern.

Die dritte Sorte von Wirtschaften, die Privat-Verbrauchswirtschaft, nimmt nur einen sehr geringen Anteil an den Geschäften des Geldmarktes; wie bei den öffentlichen Wirtschaften nur, um ihre Einnahmen und Ausgaben innerhalb einer Wirtschaftsperiode zum Ausgleich zu bringen. Wichtiger ist die Rolle der Privat-Verbrauchswirtschaft auf dem Kapitalmarkt, wo sie mittels der Hypotheken, Immobilien in Konsumgüter umwandelt.

Nach Beckerath dienen die auf dem Kapitalmarkt genommenen Kredite dazu, andere Bedürfnisse zu befriedigen, als die des Geldmarktes. „Die auf dem Kapitalmarkt genommenen Kredite werden ganz überwiegend zur Beschaffung langdauernder Gebrauchsanlagen von bleibendem Nutzwert verwendet" (1). Im Gegenteil dazu dienen die Mittel des Geldmarktes fast ausschließlich zur Beschaffung von Waren, Zahlung von Löhnen und Dienstleistungen.

---

1) v.Beckerath, S. 52.

Kritik zu Beckerath.

Auf den besonderen Charakter der Beckerath'schen These, nämlich ihren ethischen Gehalt, wurde schon oben aufmerksam gemacht (siehe S.16). Sein Versuch ist gescheitert, denn er hat nicht die gründliche Erklärung gegeben, die er geben wollte. Die Beschreibungen und Behauptungen Beckerath's geben, soweit es sich nicht um Tatsachen selbst handelt, ein ideales, aber kein wahres Bild wieder. Er sagt viel mehr, was die Vorgänge am Geld- und Kapitalmarkt sein sollen, anstatt zu sagen, was sie tatsächlich sind (1).

Sein Bestreben, das entscheidende Kriterium in der unterschiedlichen Verwendung der kreditierten Beträge zu sehen, wird zweifellos der Wirklichkeit nicht gerecht und dürfte kaum geeignet sein, eine befriedigende Erklärung zu geben. Seine Unterscheidung ist zwar an sich nicht falsch, gibt aber nur eine Seite des Problems und ist somit unzureichend. Um an die Wurzel der Erscheinung zu gelangen, genügt eine derartige Beschränkung auf äußere Symptome nicht. Beckerath behandelt sorgfältig die Ausnahmen zu seiner Theorie, erklärt aber, es seien anormale, mit den „gesunden wirtschaftspolitischen Grundsätzen" nicht zu vereinbarende Fälle.

Sicher hat Beckerath insofern recht, als ein gewissenhafter Unternehmer das von ihm für seine Anlagen und vielleicht für das dauernde Betriebsvermögen benötigte Kapital auf dem Kapitalmarkt nehmen und sein Betriebskapital größtenteils auf dem Geldmarkt, z.B. mittels Wechsel, finanzieren wird. Gewiß wird ein guter Finanzminister langfristige Anleihen ausgeben, um das Straßennetz des Staates auszubauen.

---

1) Spiethoff, Vertreter der historischen Schule, schrieb 1920 als Antwort auf das Buch v.Beckerath. „Ich habe dem Leben ablauschen wollen, wie es sich gliedert und habe den tatsächlichen Brauch zu schildern gesucht". Der Begriff..... S.42-990. Wie weit erscheint es von der finanzethischen Untersuchung von Beckerath entfernt.

Es gibt aber viele Fälle, bei denen der eine wie der andere nicht so handelt, ohne deswegen aufzuhören, gut oder gewissenhaft zu sein. Allein das Leben und die Verhältnisse entscheiden. Es kann vorkommen, daß ein Unternehmer einen Teil seiner Anlagen auf dem Geldmarkt finanziert, wenn die Zinsen dort für ihn besonders günstig sind, und wenn er eine höhere Rendite „dem ruhigen Schlaf seiner Nächte" vorzieht, oder wenn er ein festgefahrenes Geschäft solange wie möglich vor dem Konkurs bewahren will. Man kann wohl wie Beckerath eine solche Lage als unnormal bezeichnen, aber die Tatsache, daß sie vorkommen kann, und daß sie tatsächlich öfters vorkommt, zeigt die Schwäche des Kriteriums.

Die Verwendungsart der Kapitalien hängt letzten Endes von dem Willen des Kreditnehmers ab. Sein Entschluß ist zur Zeit des Geschäftsabschlusses schwer zu kennen, er hängt von der Kalkulation des Unternehmers, von der Lage der Unternehmung, von der Konjunktur ab, denn diese ändert die Zinsspanne zwischen den beiden Märkten. Der Wille des Kreditnehmers kann unmöglich als Kriterium dienen; er ist ein rein subjektives Moment, und die ökonomische Theorie hat gerade den Zweck, solche Momente auszuschalten.

Beckerath läßt gerade die Frage nach der Herkunft der Kapitalien außer acht. Dies ist sehr merkwürdig, da ein Markt bekanntlich aus zwei Parteien besteht. Beckerath wendet seine Aufmerksamkeit lediglich der Kreditnachfrage und der Verwendung der Kapitalien zu. Die Herkunft der Gelder und die Politik der Banken, die die ganze Masse der kreditierten Mittel sammeln und führen, sind für die Lage des Geld- und Kapitalmarktes entscheidend und gehören zu einer erschöpfenden Behandlung des Problemkomplexes.

Beckerath scheint gegenüber Spiethoff recht zu haben, wenn er das Objekt der Geschäfte weit auffaßt. Für beide Autoren sind die Geschäfte auf dem einen wie dem anderen Markt Kreditgeschäfte, aber nach Spiethoff handelt es sich um Erwerbskapital, für Beckerath dagegen ist es Übertragung von Vermögen im Allgemeinen.

Um den Begriff Vermögen zu verteidigen, gibt

Beckerath an (1), daß der Begriff Kapital, wie üblicherweise von der Theorie aufgefaßt, sehr eng mit Produktion und Erwerb verbunden sei, „während der Empfänger in sehr vielen Fällen den Betrag zu konsumtiven Zwecken nimmt." (2)

So ermöglicht Beckerath, daß sein breiterer Begriff sich nicht nur für die Geschäfte der Privat-Erwerbswirtschaft, sondern auch der öffentlichen Wirtschaft und der Privatkonsumwirtschaft eignet. Ich gebe zu, die erstere ist bei weitem die Wichtigste, aber ein theoretischer Begriff muß alle möglichen Fälle in sich schließen, auch wenn sie scheinbar geringfügig sind (3).

Wir können aber den Willen Beckeraths, den Geldmarkt auf die börsenmäßigen Erscheinungen zu begrenzen, nicht billigen. Er bleibt sehr von der deutschen Praxis beeinflußt und, obwohl er nicht besonders für die deutschen Verhältnisse schreibt, sieht er die Vorgänge, wie sie sich in Berlin abspielen, wo eine sehr entwickelte börsenmäßige Preisbildung stattfindet, wie zum Beispiel für Tagesgeld.

Wir müssen diese Abgrenzung als eine sehr formale ablehnen. Der ökonomische Charakter eines Vorganges und seine Bedeutung wird nicht geändert, wenn das Geschäft ohne Inanspruchnahme des offenen Markts abgeschlossen wird.

Eine marktmäßige Preisbildung verlangt nach Bekkerath einige Voraussetzungen: die Übertragbarkeit und die Fungibilisierung der Kredittitel. Diese sind vollständig auf dem Kapitalmarkt, sind aber auf dem Geldmarkt nur teilweise verwirklicht. Wir wollen ihre Vorteile nicht leugnen, möchten aber behaupten, daß ein Markt ohne diese marktmäßige Preisbildung bestehen kann. Es ist lediglich eine Frage der Abstufung in der Organisation.

---

1) Beckerath, S.1.
2) Beckerath, S.1.
3) Man wird später sehen, wie die Theorie Budges, die wir verteidigen, auch die Konsumwirtschaft in sich schließt. Wenn mehr verbraucht wird als produziert, verengt sich der Geld- und Kapitalmarkt.

Ch. Rist.

Objekt des Geldmarktes ist Kapital. Geldmarkt und Kapitalmarkt unterscheiden sich nach der Lebensdauer der Güter.

Beckerath sah das Kriterium der Unterscheidung zwischen Geld- und Kapitalmarkt lediglich in dem Verwendungszweck und ließ die andere Seite des Problems, nämlich die Herkunft (1), wie Spiethoff (2) es betont, unberücksichtigt. Rist (3) verlegt den Schwerpunkt des Problems in eine frühere Stufe, fragt nach der Herkunft des Kapitals und sieht hierin den Zentralpunkt seiner Theorie. Man kann sich nicht damit begnügen, die Vorgänge bei den Banken zu beobachten, man muß sich auch mit dem Begriff Kapital befassen.

Sagen wir zuerst, daß Ch. Rist nicht direkt versuchte, eine Theorie des Geldmarktes aufzustellen, vielmehr schrieb er nach dem Titel seines Artikels eine Theorie des Sparens und er spricht nur nebenbei vom Geldmarkt. Ch. Rist scheidet die Spargelder in

---

1) Beckerath, S.27: „Ein grundsätzlicher wirtschaftlicher Unterschied der auf dem Kreditmarkt überstellten Vermögenskredite könnte nur sowohl in den wirtschaftlichen Verhältnissen der Kreditgeber, also der Herkunft der Kredite, als auch in ihrer wirtschaftlichen Bestimmung, ihrem Verwendungszweck begründet sein. Das erstere ist nicht oder doch wenigstens nicht allgemein der Fall". Und er fuhr fort S.28: „Wenn ein wesentlicher allgemein gültiger wirtschaftlicher Unterschied der Kapitalmarkt- und Geldmarktkredite besteht, so muß er in dem Unterschied der Nutzung beim Kreditnehmer liegen".
2) Spiethoff, Der Begriff. Schmollers. 1920 S. 45.
3) Charles Rist, Théorie de l'Epargne in Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires. Paris 1928 S.185. Zum ersten Mal in Revue de Metaphysique et de morale. 1921 erschienen.

zwei Arten: die épargne créatrice und die épargne réserve - das schöpferische Sparen und das wartende Sparen.

Das „schöpferische Sparen" ist von jeher von den Ökonomen untersucht und Rist sagt, er nehme wieder die Begriffsbestimmung des Sparens von Smith und Walras auf, wonach das Sparen eine Art Aufwand sei gleich wie 1) die Wiederherstellung des Kapitals (z.B. Abschreibungen und Versicherungen), 2) die Inbetriebsetzung des Kapitals (Löhne, Miete), 3) der Konsum (Ernährung, Erholung). Das Sparen bildet danach die 4. Aufwandsart mit dem Zweck, neue Einkommensquellen zu schaffen.

Dieses Sparen äußert sich im Besitz von Aktien, Obligationen und anderen Forderungen, sowie in Haus-, Grund- und anderem Besitz.

Dieser ersten Form des Sparens geht aber eine andere voran, die sich dadurch unterscheidet, daß die gesparten Summen weder zum Ausgeben noch zum Sparen im obigen Sinne dienen, sie werden lediglich gesammelt und aufgespart, es sind wartende Gelder.

Vor der Verbreitung der Banken waren die Gelder thesauriert, bevor sie überhaupt angelegt werden konnten und die Thesaurierung bildet den Typ des „wartenden Sparens".

Diese Rist'sche Einteilung deckt sich mit der Einteilung von Geld- und Kapitalmarkt. Die Beträge des wartenden Sparens erscheinen auf dem Geldmarkt und die des schaffenden Sparens werden auf dem Kapitalmarkt angelegt oder dienen dem Eigentümer zur Anschaffung von Kapitalgütern.

Diese Auffassung vermag sehr viel von den Erscheinungen am Geld- und Kapitalmarkt zu erklären.

Der Geldmarkt, der die Gelder des wartenden Sparens verwerten soll, konnte erst in der modernen Zeit sich entwickeln, weil Sammelstellen da sein mußten, die Banken nämlich, um diese unbenutzten Beträge zu sammeln und weiter geben zu können, was die Thesaurisierung nicht vermag. Bei dieser werden die Kapitalien bis zum Tage der Einlage brach liegen und damit wirtschaftlich tot sein.

Von der Entwicklung der Zinssätze kann man mit

dieser Theorie sehr viel verstehen. Die beiden Stadien des Sparens gehorchen nicht denselben Gesetzen. Der Sparer spart des Sparens wegen, weil, wie Rist sagt, der sich auf Böhm-Bawerk (1) und Irving Fisher (2) beruft, „L'homme met en réserve des revenus monétaires simplement parce que la même somme suivant le moment où elle est consummée ne procure pas une égale satisfaction", sondern die zukünftige Kapitalkraft hat mehr Wert als die gegenwärtige. Die Folge ist, daß „l'épargne réserve se forme en dehors de toute perception d'intérêt".

Der Geldverleiher wird nicht vom Zins geleitet, er spart auch, wenn er keinen Zins zu bekommen hat und gibt auch zinslos sein Geld her, wenn er die Sicherheit hat, sein Geld am verabredeten Tag zurückzubekommen.

Im Gegensatz dazu verlangt die Entstehung des schaffenden Sparens durch Anlage der wartenden Beträge den Vorteil eines Zinses (3). Der Zins auf dem Kapitalmarkt kann infolgedessen nicht auf Null sinken(4).

---

1) Böhm-Bawerk, Positive Theorie des Kapitals. IV. Aufl., IV. Buch, der Kapitalzins, 1.Abschnitt, erster Satz: „Gegenwärtige Güter sind in aller Regel mehr wert als künftige Güter gleicher Art und Zahl".
2) Irving Fisher, The theorie of interest. Deutsche Übersetzung Jena 1932, Kap. IV, S.51 ff.
3) Gleicher Meinung. Keynes. Vom Geld, 1932, S.126. „Die Spartätigkeit wird durch einen hohen Zinssatz gefördert und durch einen niedrigen gehemmt".
4) Diese Divergenz entspricht der Meinung Cassels, Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1932, S.217, wonach die „Wirkungen der Bewegungen des Zinsfußes keineswegs einheitlich sind", ohne daß er dafür eine klare Erklärung geben könne, weil er nur, unterschiedslos, den Begriff „Kapitaldisposition" hat.

Kritik zu Rist.

Die Unterscheidung von Rist bei seiner Beschreibung der psychologischen Erscheinung des Sparens und dessen Auswirkungen muß in unserer Vorstellung Platz finden, obwohl wir glauben, daß vom Standpunkt dieser Untersuchung, d.h. vom Standpunkt des Geldmarktes, diese Theorie ebenfalls unzureichend sei. Wir glauben in der Tat, daß der Geldmarkt normalerweise von den Ersparnissen getragen wird, andererseits aber auch durch die zusätzliche Kreditschöpfung der Banken beeinflußt wird. Diese vermögen durch ihre Tätigkeit die durch den Sparprozeß gegebene Lage ganz anders zu gestalten. Wie wir sehen, liegen nicht allein die Ersparnisse der Bankdepositenschöpfung zugrunde.

Es sei aber noch einmal betont, daß Rist eine „Theorie des Sparens" geschrieben hat.

Immerhin deutet der Gedankengang von Rist mit Recht auf die grundlegende Bedeutung des Sparens bei der Gestaltung des Geldmarktes und seine Beziehungen zum Kapitalmarkt hin. Er zeigt, wie das Vertrauen das wichtigste Moment ist, um die Kapitalien zu bestimmen, sich für lange Zeit in Aktien oder Obligationen zu binden.

Er gibt eine Erklärung für die gegenwärtige Lage in Paris. Die Spargelder kommen stets auf den Geldmarkt und überschreiten den Bedarf der Wirtschaft. Aus Mangel an Vertrauen in die außenpolitische, monetäre und wirtschaftliche Lage wollen diese Kapitalien nicht ins Ausland fließen und drücken die Zinssätze auf dem Geldmarkt. Rist macht mit Recht darauf aufmerksam, daß die Summe der wartenden Spargelder auf dem Geldmarkt von dem Vertrauen in jedem Augenblick abhängt. In den Perioden der politischen Unruhe werden die Kapitalien, die gewöhnlich wegen der Bequemlichkeit den Banken überlassen werden, aus diesen zurückgezogen. Dagegen sinken die Zinssätze, wenn der Unternehmungsgeist fehlt, so ist der Markt starken Schwankungen in der Preisbildung ausgesetzt.

Wir können Rist aber in seinem Gedankengang nicht Recht geben, wenn er zuerst sagt (1), daß die Summen

---

1) Rist, S.192.

der schaffenden Ersparnisse sich langsam ändern durch aufeinanderfolgende Neubildungen und Zerstörungen von Kapital, und wenn er danach darauf aufmerksam macht, daß 20 Jahre nötig waren, um den Zinssatz von 5 % auf 3 % zwischen 1875 und 1895 sinken zu lassen und fast wieder 20 Jahre, um ihn bis auf ungefähr 4,5 % vor dem Krieg steigen zu lassen. Das würde heißen, daß Frankreich 1913 weniger Kapitalien als 1895 gebildet hätte, was kaum anzunehmen sein wird. Der Zins bildet sich doch wohl im Gegenteil durch die Gegenüberstellung des Angebots an neugebildetem Kapital, (Cassel(1) nennt es Kapitaldisposition und Keynes (2) spricht von „Sparen") das auf den Markt kommt, zum jeweiligen Bedarf an Kapital. Die Gedanken Rist's sind auch wichtig, um zu zeigen, wie sich die Geldmarktlage im Laufe der Konjunktur ändert (3). In der Zeit des Anstiegs gehen die Zinssätze in die Höhe und am Ende der Krise wird die Liquidität des Marktes wieder hergestellt. Während des Anstiegs wächst die Hoffnung auf Gewinnaussichten, immer mehr Ersparnisse werden in Wertpapieren, Häusern angelegt und gehen vom Geldmarkt auf den Kapitalmarkt über (4). Umgekehrt macht die Krisenliquidation durch Rückkehr vom Kapitalmarkt zum Geldmarkt viele Kapitalien frei, die sich zu den Ersparnissen der Zeitabschnitte addieren und diese Kapitalien warten auf dem Geldmarkt nach einer passenden Anlagemöglichkeit, sie bleiben bei den Banken und werden auf dem Geldmarkt verwendet.

---

1) Cassel, Theorie der Sozialökonomie, 1932, S.176.
2) Keynes, Vom Geld, 1932, S.126, 140.
3) Keynes, Vom Geld, 1932, 6.Buch 20.Kap. Er macht den Unterschied zwischen Sparen und Investieren und forscht den Zusammenhängen dieser beiden Erscheinungen mit dem Konjunkturverlauf nach. Die volkswirtschaftliche Unterscheidung von Sparen und Investieren ist von Mises zum ersten Mal geführt worden. Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. I.Auflage 1912. S.227 ff, S.411 ff.
4) Wir werden diese Vorgänge später vertiefen und näher beschreiben.

Unsere bildhaften Ausdrücke eines von einem Markt auf den anderen wandernden Kapitals, die öfters der Konjunkturtheorie dienen und von der Vorstellung Rists natürlich hervorgerufen werden, sind schwer mit der Feststellung zu verbinden, daß in unserem Banksystem das Geld auf dem Geldmarkt bleibt und ihn, trotz wechselnder Umsätze auf den Warenmärkten bzw. auf dem Kapitalmarkt, nicht verläßt.

Betrachten wir z.B. Ersparnisse im Bildungsgang. Sie werden bei der Bank angelegt und diese leiht sie weiter. Diese Vorgänge bilden den Geldmarkt. Einmal wird die Sparsumme groß genug, daß der Sparer sie anlegen kann, er kauft Wertpapiere bei der Emission. Er überweist das Geld an die Gesellschaft in Form von Banknoten oder von Kontokorrent. Insofern die Gesellschaft das Geld nicht auf der Stelle braucht, läßt sie es bei der Bank. Die Bank verleiht es auf dem Geldmarkt und dieser bleibt in derselben Lage wie vorher. Keine Mittel sind ihm entnommen worden und irgendwo hin überführt.

Beide Vorstellungen sind doch auf einen Nenner zu bringen. Eine nähere Untersuchung zeigt, wie es später dargelegt werden soll, daß der Umsatz am Kapitalmarkt die betreffenden Geldmittel für die Zeit der Umsatzerledigung für den Geldmarkt neutralisiert, und gleichsam sterilisiert - ohne sie jedoch irgendwohin zu führen. - Die Banken können diese Gelder für diese Zeit nicht weiter verleihen. Das bekannte Bild der Kapitalwanderung vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt und umgekehrt entsteht dadurch, daß in demselben Augenblick, wo Geldmittel aus dem Geldmarkt für eine Zeitlang verschwinden, ein neues Gut entsteht: die Aktie auf dem sogenannten Kapitalmarkt. Wenn es sich um Umsätze von bereits bestehenden Aktien bzw. um Umsätze auf den Warenmärkten handelt, ist die gleichzeitige Schaffung eines neuen Gutes nicht zu verzeichnen, aber es besteht immer die entsprechende Belastung des Geldmarktes durch den Geldumsatz.

Halm.

Objekt der beiden Märkte ist Kapitaldisposition.

Unterschied nach der Bindung in Produktionsprozessen.

Die Studie Halm (1) wie die Spiethoff'sche sind in erster Linie Versuche der Konjunkturtheorie. Die erste setzt sich als Ziel die Bildung und die Entwicklung der Zinssätze auf den beiden Kreditmärkten. Aus der Lehre Halms entnehmen wir folgendes: Nach ihm beziehen sich die Vorgänge auf dem Geld- bzw. Kapitalmarkt auf dasselbe Objekt (2): Kapitaldisposition im Sinne Cassels (3) und Oswalts (4).

Dadurch, daß auf Konsum und die entsprechende Bedarfsbefriedigung verzichtet wird, wird man in die Lage versetzt, auf eine bestimmte Kapitalmenge für eine gewisse Zeit zu disponieren. Dieses Kapital gibt die Möglichkeit, zu warten und dieses Vermögen zum Warten ermöglicht die kapitalistische Produktion verbunden mit Einschlagen von immer länger werdenden Produktionsumwegen.

Die kapitalistische Produktionsmethode ist dadurch nützlich, daß bei ihr mit dem gleichen Aufwand an Arbeitskraft und der gleichen Mitwirkung der Natur (der gleichen Bodennutzung), eine größere Produktion erzielt wird. Die Arbeit und die Benutzung des Bodens müssen zuerst dazu dienen, Produktionsmittel herzustellen, bevor die ersehnten Konsumgüter zur Bedarfs-

---

1) Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt. Jahrbücher für Nat.ök. Bd. 70.
2) Halm, Das Zinsproblem, Fußnote S.12. „Über unsere Annahme, daß das Angebotene auf beiden Märkten das Gleiche sei, (daß also hierin der Grund des Preisunterschiedes nicht liegen kann, herrscht in der Theorie wohl Einigkeit)" (von uns eingeklammert).
3) Cassel, Theo.Sozialök. 4.Aufl. 1927, S.168 ff.
4) H. Oswalt, Vorträge... Jena 1922, 6.Vortrag. Antikritisches... Zeitschr. für Soz.wiss. 1918, S. 300 ff.

befriedigung bezogen werden können. Diese Befriedigung muß abgewartet werden, obwohl die Volkswirtschaft nicht warten kann, sie verlangt Brot und Kleidung in genügender Menge.

Der Kapitalist verfügt über dieses - durch Entbehren erworbene - Vermögen zum Warten und stellt es dem Unternehmer zur Verfügung.

Logisch dürfte man also für diesen Tausch nur einen Markt haben; denn überall beruhen die Vorgänge auf demselben Objekt: Kapitaldisposition. Halm versucht dann den Cassel'schen Gedankengang zu vertiefen, um die Verschiedenheit in der Zinsbildung und in der Zinsentwicklung auf den beiden bekannten Märkten zu erklären. Die Verschiedenheiten auf jenen bestehen nämlich auch, wenn die Zinsen von der Vergütung für ein gewisses Risiko und von Momenten, die den Charakter des Unternehmerlohnes tragen, bereinigt werden.

Für die Unterscheidung zwischen den beiden Märkten lehnt sich Halm an die Thesen Cassels und nebenbei Beckeraths an. Er schreibt (1) „man kann im Sinne der Cassel'schen Zinstheorie also etwa definieren: Der Geldmarkt ist der Markt derjenigen Kapitaldisposition, die zur Produktion im engeren technischen Sinn notwendig ist. Der Kapitalmarkt der Markt der Kapitaldisposition, die zur Ausnutzung dauerhafter Güter erforderlich ist".

Nach Cassel (2) ist die Kapitaldisposition nötig, weil die kapitalistische Produktion Zeit in Anspruch nimmt, und man warten muß, aber die Kapitalgüter, die in dem Produktionsprozeß laufen, haben verschiedene Eigenschaften. Die einen geben in einem einmaligen Umschlag den Wert wieder, den sie zu geben vermögen und werden in einem Produktionsgang verbraucht (so sind z.B. die Rohstoffe). Andere Kapitalgüter dienen zu mehreren Produktionsgängen und erst nach längerer Zeit wird ihr Wert wieder vergütet.

Daher rührt der Unterschied von Halm zwischen einer „Produktion im engeren Sinne" und die „Ausnutzung dauerhafter Güter" und ihre Bedeutung.

---

1) Halm, S.9.
2) Cassel, Theo.Sozialök. 1932, S.178-182.

Der für die unmittelbare und direkte Produktion benötigte Bedarf an Kapitaldisposition wird sich nach Halm auf dem Geldmarkt äußern und auf dem Kapitalmarkt äußert sich der Bedarf an Kapitaldisposition, für die Benutzung von Maschinen und Anlagen aller Art, die zu mehreren Produktionsprozessen dienen.

Es liegt nahe, hier eine Parallele zu Beckerath zu ziehen. Halm tut auch diesen Schritt und schreibt(1) „....bleibt Kennzeichen des Geldmarktes doch dies, daß er der Markt für das Betriebskapital der technischen Produktion ist."

Da Halm hauptsächlich eine Erklärung für die Zinsbewegung am Geld- und Kapitalmarkt zum Ziel seiner Studie setzt, nimmt er wieder nach Beckerath die Periodizität der Produktions- und Warenzirkulation und ihre wechselreichen Wirkungen auf den beiden Märkten auf, um die voneinander abweichende Kursbewegung zu begründen und im Konjunkturverlauf zu schildern. Unternehmungen haben zeitweise zuviel Kapital und können in ihren Perioden der Unterbeschäftigung einen Teil davon den anderen überlassen, deren Kapital in dieser Zeit nicht ausreicht.

Nach Halm seien die Wechselwirkungen der beiden Märkte folgende.

Die Güter mit langer Lebensdauer werden in der Produktion angelegt und ihre Investition kann nicht rückgängig gemacht werden. Der einmal bei zu teueren Zinsen eingeschlagene Produktionsumweg muß trotz allem fortgeführt werden, weil sein Abstoppen in der Regel den Verlust des ganzen Kapitals bedeutet. Die Kapitalnachfrage ist unelastisch und doch müssen Angebot und Nachfrage sich decken, weil nicht mehr investiert werden kann, als gespart worden ist. Das Angebot an Kapitaldisposition bestimmt letzten Endes die Länge der Produktionsumwege der Wirtschaft.

„Wird die ideale Produktion überschritten, so muß sich der Kapitalmarkt die fehlende Kapitaldisposition auf irgendeine Weise beschaffen" (2). Der Geldmarkt hat die Aufgabe, für die Anpassung des Angebots und

---

1) Halm, S. 9.
2) Halm, S.15.

der Nachfrage auf dem Kapitalmarkt zu sorgen, er bringt die fehlende Kapitaldisposition und nimmt die überflüssige weg.

Wenn der Kapitalmarkt die für den Ankauf der Güter der Produzenten nötigen Mittel nicht aufbringen kann, kann dieser seine Produkte nicht verkaufen; er läßt sich auf dem Geldmarkt einen Kredit auf dieser Basis eröffnen. Der Geldmarkt übernimmt also die „sofortige und allmähliche" Anpassung der Produktion.

„Alle Anpassungsvorgänge sind somit Erscheinungen des Geldmarktes" (1).
und andererseits „auf dem Geldmarkt wird die Kapitaldisposition zur Produktion im engeren technischen Sinne nachgefragt. Diese Kapitaldisposition wird nach Abschluß jedes Produktionsprozesses wieder frei und steht zu neuer Verwendung zur Verfügung" (2). Die Divergenz zwischen Angebot und Nachfrage wird somit auf dem Geldmarkt unmöglich, weil die beiden sich jederzeit wieder anpassen; er trägt aber die Folge davon in der Preisbildung, die Zinssätze werden auf dem Geldmarkt außerordentlichen Schwankungen ausgesetzt im Gegensatz zum Kapitalmarkt.

Kritik zu Halm.

Wenn Halm anschließend an Cassel zwischen der „Produktion im engeren Sinne" und der „Ausnutzung dauerhafter Güter" unterscheidet, scheint doch diese Vorstellung unzureichend, um eine Begründung der Unterschiedlichkeiten in den beiden stark gesonderten Kreditmärkten zu begründen. Es sind zwei extreme Vorstellungen, die durch Hunderte von Zwischenstufen allmählich übereinandergreifen. Die Rohstoffe werden auf einmal verzehrt und der Boden weist eine unendliche Nutzungsdauer auf, aber schon die darauf errichteten Gebäude z.B. sind in ihrer Lebensdauer auf 20-50 Jahre begrenzt. Die Maschinen dienen nur zu einer begrenzten Zahl von Produktionsprozessen. Gibt es nicht Werkzeuge, die nur eine sehr kurze Zeit brauchbar

---

1) Halm, S. 16.
2) Halm, S. 13.

sind?

Andererseits muß man die Wirtschaft im ganzen betrachten und nicht nur einen Betrieb herausnehmen. Von diesem Standpunkt kann man kaum zwischen den beiden Verwendungsarten von Kapital unterscheiden, weil bei den untereinander verflochtenen Unternehmungen der Wirtschaftsordnung das Endprodukt einer Produktionsstufe die Grundlage für die nächste Stufe bildet. Wie ist diese These mit der Tatsache der Integration zu vereinen, die zwei oder drei Produktionsstufen zusammenschließt?

Gegen diese Einteilung des Kapitals wendet sich die These Machlups (1), wonach es vom Standpunkt der Gesamtheit aus gesehen in normalen Zeiten weder langnoch kurzfristiges, sondern nur ewig dauerndes Kapital gibt. Das Kapital bleibt im Produktionsprozeß als auf Zeit gebundener bzw. zu bindender Wert und die Bindung findet erst statt, wenn dieser Wert sich in Form von fertigen Konsumgütern wiederfindet. Das Kapital erscheint dann in Form von gesellschaftlichem Realeinkommen und wird als solches konsumiert. Dieser Konsum hat normalerweise produktiven (2) Zweck und hat die sofortige Wiederbindung des Kapitals in die Produktion zur Folge. Die Arbeiter konsumieren und werden dadurch in den Stand gesetzt, zu arbeiten. Den Wert der konsumierten Güter findet man in den neu hergestellten Gütern wieder. Somit ist das Kapital vom Standpunkt der Volkswirtschaft immer in Nutzung und wird dauernd umgeschlagen. Durch das vertretende Geld wechselt es zwischen Produktionsprozessen von längerem oder kürzerem Rhythmus.

So führt der Cassel'sche Gedanke zu einem nicht

---

1) F.Machlup, Börsenkredit... Wien, 1931, S.132 ff.
2) außerordentlicherweise kann der Konsum unproduktiv sein. So in Zeiten der Inflation und der Not. Durch die Entwertung des Geldes veranlaßt die Inflation einen übermäßigen Konsum, selbst die berühmte Exportprämie zeigt sich als Substanzverlust. In Notzeiten wird konsumiert, ohne daß eine Produktion darauf folgt, allerdings wird das Leben erhalten.

genügend klaren Kriterium der beiden Märkte und der darauf fußende Versuch Halms, die Gesetze der Beziehungen zwischen den beiden Märkten auf dieser Basis zu suchen, dürfte folglich schwer zu verteidigen sein.

Aus dem stetigen Umschlag der Kapitaldisposition von einem Markt auf den andern müßte sich eine verhältnismäßig parallele Entwicklung der Zinssätze ergeben, wenn man auch mit Halm einen bestimmten „Trägheitsmoment" dem Kapitalmarkt zuerkennt. Auf jeden Fall dürfte nie eine entgegengesetzte Entwicklung zum Vorschein kommen, da die Geschäfte der beiden Märkte nach Halm auf dasselbe Objekt lauten.

Dagegen enthält die Untersuchung Halms die sehr interessante Vorstellung einer in der ganzen Wirtschaft verallgemeinerten Art Reportgeschäft zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt. Es sei so, als ob der zweite ständig da wäre, um den ersteren zu ergänzen und zu finanzieren. Der Geldmarkt ist sogar nach seinem Ausdruck der „Torwächter des Kreditmarktes". Auf diese Vorstellung werden wir später in unserer Darlegung bei der Besprechung der Reportgeschäfte andeutungsweise zurückkommen. Halm hat aber leider nicht gesagt, warum der Geldmarkt so einspringen kann, um den Kapitalmarkt zu ergänzen und woher diese besondere Eigenschaft kommt.

Adolf Weber.

Objekt der beiden Märkte ist Kaufkraft. Geldmarkt durch das Erscheinen der normalen Kaufkraft charakterisiert.

Nachdem wir die Theorien studiert haben, wonach das Objekt des Geldmarktes bzw. Kapitalmarktes dasselbe sei, nämlich „Kapital", gleichwie man es nennt, kommen wir zu anderen Gesichtspunkten, die die Bedeutung des Geldes betonen, unter ihnen die Theorie von Weber.

Seine Theorie (1) nimmt etwa eine Zwischenstellung zwischen dem reinen „Kapital"- und dem reinen „Geld"-Standpunkt ein. Er ist sehr von der Praxis beeinflußt - der Titel seines Werkes zeigt es - und er versucht sie zu rechtfertigen. Nach Weber besteht das Objekt der beiden Märkte aus Kaufkraft. Diese zerfällt in zwei, die reale Kaufkraft und die formelle Kaufkraft. Die erste wird durch Sparen geschaffen und ist mit den Realgütern eng verbunden. Die formelle Kaufkraft wird von den Banken inflatorisch in den Verkehr gebracht.

Es gibt nur einen Kreditmarkt. Dieser zerteilt sich in zwei Untermärkte. Die Vorgänge am Geldmarkt beruhen auf „Anpassungs- und Zirkulationskrediten", die durch die zyklischen Bewegungen der Wirtschaft verursacht sind (2). Auf dem Kapitalmarkt findet man die Ersparnisse, die sich in Form von Kaufkraft bilden. Der Unterschied zwischen den beiden besteht darin, daß „das Angebot von „Geld", von Anpassungs- und Zirkulationskrediten, von den Banken beliebig vermehrt werden kann, das Angebot von Kaufkraft dagegen, die auf Sachgütern und Leistungen fußt, wodurch zuletzt aber allein reale Kaufkraft vermittelt wird, ist eng begrenzt" (3). Es ist also so, daß auf den beiden Märkten Kaufkraft behandelt wird, der Geldmarkt aber unterscheidet sich von dem anderen dadurch, daß ein neues, durch die Banken geschaffenes Moment, die formelle Kaufkraft sich bemerkbar macht und die Lage auf dem Markt ändert.

An anderer Stelle (4) schreibt A.Weber: „Der volkswirtschaftliche Unterschied zwischen Geld- und Kapitalmarkt besteht kurz gesagt darin, daß der Geldmarkt das „Finanzierungszentrum" der in Bewegung befindlichen jeweiligen Volkswirtschaft, der Kapitalmarkt hingegen das Finanzierungszentrum der von den

---

1) Adolf Weber, Depositenbanken und Spekulationsbanken, München 1922, S.169.
2) Siehe also die These v.Beckerath.
3) Adolf Weber, Depositenbanken..... S.170.
4) A. Weber, Allg. Volkswirtschaftslehre, Münch.1930. S. 437.

Zufälligkeiten der Dynamik losgelösten auf die Dauer eingestellten Volkswirtschaft ist. Am Kapitalmarkt erscheint der Zins als statischer Dauerpreis, am Geldmarkt aber als dynamischer Preis, als Regulator der jeweiligen Konjunkturschwankungen" (1).

Der Unterschied in der Entwicklung des Zinsfußes auf den beiden Märkten könnte sich also leicht erklären, da die Angebotmenge auf dem Geldmarkt um die Menge der „formalen, aus dem Nichts geschaffenen Kaufkraft" (2) vergrößert wird; während dessen kommt auf den Kapitalmarkt nur die durch Ersparnisse gebildete Kaufkraft, und Weber macht sich die Wicksell'sche Theorie (3) zu eigen, die unterscheidet zwischen dem natürlichen Kapitalzins, d.h. jener Zinsrate, die aus Angebot von Realkapital und Nachfrage desselben durch die Bevölkerung gebildet wird, und dem Geldzins, d.h. der Zinsrate für Darlehen, die in Geld und Geldsurrogaten bestehen. Diese Theorie werden wir später in der von Budge wiederfinden.

Kritik zu A. Weber.

Ohne auf die Einwände zurückzukommen, die schon bei den vorhergehenden Darstellungen gebracht worden sind und die man auch gegen Weber erheben könnte, wollen wir uns auf die Widerlegung des Typischen in seiner Lehre beschränken.

Wir haben gesehen, wie nach Weber das Charakteristikum des Geldmarktes in dem Erscheinen der formalen Kaufkraft besteht. Man könnte sich fragen, warum es den Banken unmöglich ist, die von ihnen „aus dem Nichts geschaffene Kaufkraft" zur Verfügung des Kapitalmarktes zu stellen. Die Tatsache, daß diese Kaufkraft in Praxi nur auf kurze Frist abgetreten wird, soll es doch nicht für unwahrscheinlich erscheinen lassen, sie auch langfristig leihen zu können. Wir wissen sogar, daß dies in Wirklichkeit zu beobachten

---

1) Dieses Einbeziehen der Begriffe Statik und Dynamik ist hier schwer verständlich.
2) Depositenbanken.... S.171.
3) Wicksell, Geldzins und Güterpreise, 1898.

ist, wenn die Banken, und besonders die Zentralbanken Kredite geben, die zur Herstellung von Daueranlagen, d.h. zum Einschlagen von sehr langen Produktionsprozessen dienen. Man kann Häuser und Fabriken so gut mit durch die Banken geschaffenem Kredit wie mit Sparkapitalien bauen. Ob eine Inflation dadurch hervorgerufen wird, steht dahin.

Allerdings muß man sagen, daß Weber seinen Gedanken präzisiert und annehmbar macht, indem er das Wort „auf die Dauer" anwendet: „...weil nur diese reale Kaufkraft auf die Dauer etwas bedeutet, ist erklärlich, daß sich diejenigen, die landfristigen Kredit suchen, an den Kapitalmarkt wenden" (1). Er schreibt noch stärker sogar: „Der Kredit kann die in der Zukunft entstehende Kaufkraft antizipieren, aber er stellt kein additionelles Kapital dar" (2). Zusammenfassend könnte man also sagen, daß es einen Kapitalmarkt gibt, der von der Sparquote und der realen Kapitalbildung abhängt und einen Geldmarkt, der unter dem Einfluß der Bankenkredite steht, wo das durch die Kreditbanken geschaffene Geld geliehen wird. Es sind also zwei in ihrem Wesen wohl getrennte Märkte, was sich mit den Voraussetzungen Webers nicht ganz zu vereinbaren scheint.

A. Hahn.

Auf den beiden Märkten wird Geld gehandelt; auf dem einen Reichsbankgeld, auf dem anderen Überweisungsgeld.

Hahn (3) greift die Anregung Schumpeters aus dem Jahre 1911 auf: Eine anziehende und lohnende Aufgabe wäre es, eine Theorie des Geldmarktes zu geben. Wir

---

1) A.Weber, Depositenbanken..... S.171.
2) A.Weber, Depositenbanken..... S.162.
3) A.Hahn, Volkswirtsch. Th. des Bankkredites, Tüb. 1930. Zur Theorie des Geldmarktes, Archiv f.Soz. wiss. Bd.51, S.289.

besitzen eine solche nicht (1). Er baut seine Theorie sehr stark auf der Schumpeters (1) auf, wonach das Geld einfach eine „Rechnungseinheit" wäre und das Kapital eine Geldsumme. Hahn stellte fest, daß „auf beiden Märkten stets Geld und nur Geld angeboten und nachgefragt wird" (2), und daß man infolgedessen nicht zu einer Lösung des Problems kommen konnte, solange man das Geld als etwas in seinem Wesen Einheitliches sah. Sein Versuch zielt gerade darauf hin, zu zeigen, daß auf beiden Märkten das Objekt ein und dasselbe sei: Kaufkraft; daß es aber zwei Arten Kaufkraft gibt.

„Der Kapitalmarkt ist derjenige Markt, auf dem prinzipiell sich in Form von Bankguthaben kleidende Kaufkraft von den Kapitalgebern angeboten und von Kapitalsuchenden nachgefragt wird. Der Geldmarkt dagegen ist derjenige Markt, auf dem die Banken, gegen die sich die als Kaufkraft in der Volkswirtschaft zirkulierenden Forderungen richten, denjenigen Bedarf an Reichsbankgeld decken und untereinander ausgleichen, der entsteht, wenn und soweit diese gegen die Banken gerichteten Forderungen in „Reichsbankgeld" umgewandelt werden müssen" (3). Das Reichsbankgeld(4) besteht aus 2 Komponenten: Banknoten und Reichsbankdepositen. Diese müssen als einheitlich betrachtet werden, denn Banknoten und Guthaben sind stets untereinander austauschbar. Die Tatsache, daß die beiden im Verkehr nicht dieselbe Rolle spielen, ist durch rein technische Momente in der Zahlungsabwicklung begründet (Löhne - Kleinkonsum - Thesaurierung). Der Geldbedarf entsteht aus dem Bedarf der Banken an Reichsbankgeld, daraus, daß die Banken über zu wenig Reichsbankgeld verfügen, um imstande zu sein, ihren etwaigen Verpflichtungen in Reichsbankgeld nachkommen

---

1) Schumpeter, Theorie der wirtsch. Entwicklung. Münch. 1926, S.202, Erste Ausgabe 1912, München.
2) Hahn, Zur Theorie.... S.292.
3) A.Hahn, Zur Theorie..... S.298.
4) A.Hahn schreibt für die deutschen Verhältnisse und spricht nicht von „Zentralbank" sondern von „Reichsbank".

zu können.

Diese Verpflichtungen bestehen aus Zahlungen ausserhalb des Clearings oder in Banknoten, weil der Verkehr diese Noten für die Abwicklung der Lohnabfindungen bzw. Konsumausgaben bzw. Thesaurierung verlangt.

Der Geldmarkt ist dadurch entstanden, daß in unserer Wirtschaft der bargeldlose Verkehr eine beträchtliche Ausdehnung erfahren hat, und daß wir eine bargeldsparende Wirtschaft haben. In der modernen Wirtschaft wird der größte Teil der Zahlungen durch Überweisungen von Konten zu Konten geleistet. Daraus zieht Hahn die Folgerung, das Überweisungsgeld sei das eigentliche Geld bei den Vorgängen am Kapitalmarkt, um sich Kapital zu beschaffen. Wer eine Produktion unternehmen möchte, muß sich Kapital beschaffen, dies geschieht auf dem Kapitalmarkt in Form von Überweisungsgeld.

Er identifiziert Kapitalmarkt in seiner Betrachtungsweise mit dem Kapitalmarkt der Praxis, denn für ihn ist die Kreditschöpfung der Banken „nichts wesentlich anderes" (1), als Geld gegen Aktien oder Obligationen zu geben. Er beruft sich auf die deutsche Praxis, wonach Aktien und Obligationen sehr oft nichts anderes sind als abgelöste Bankkredite. Die Sache geht meistens so vor sich: Die Bank räumt der Unternehmung einen Kredit ein, der nicht zurückbezahlt wird und nach und nach fest angelegt wird. Das Verhältnis zwischen Bank und Debitor wird zu einer Art Kommanditverhältnis. Die gefährdete Liquidität der Bank und der Gesellschaft wird jeweils wieder hergestellt durch eine Emission seitens der Gesellschaft, deren Erträge als Zurückerstattung des Kredites bei der Bank bleiben.

Wenn die Wirtschaft so entwickelt wäre, daß alle Zahlungen bargeldlos ohne Zentralbank stattfänden, gäbe es keinen Geldmarkt. Einen Geldmarkt haben wir, weil die Zahlungen möglicherweise in Banknoten und in Form von Überweisungen bei der Zentralbank verlangt werden können; die Banken müssen infolgedessen eine

---

1) A. Hahn: Zur Theorie..... Seite 290.

gewisse Reserve an diesen Zahlungsmitteln unterhalten und ihre Liquidität pflegen. Der Treffpunkt, wo die Banken untereinander ihre „Liquidität" anzupassen pflegen, heißt Geldmarkt. Er hat also gegen die Meinung Spiethoffs im Einvernehmen mit der Praxis engere Beziehungen mit dem Geld als der Kapitalmarkt, wenn man Geld im klassischen Sinne, also Banknoten, meint.

Hahn stellt den Charakter der beiden Märkte fest. Auf dem Markt für Überweisungsgeld, also dem Kapitalmarkt, wird die geschaffene Kaufkraft nicht in Form von Banknoten, sondern allein in Form von Banküberweisungen geschaffen und in dieser Form zirkuliert sie.

Die Nachfrage bildet hauptsächlich das Publikum, denn die Banken können aus sich selbst schaffen, was sie brauchen und das prinzipiell ohne Begrenzung. Das Angebot bilden einerseits das Publikum für die bereits geschaffene Kaufkraft,-die Banken sind dabei nur Vermittler, - und andererseits die Banken für die zu schaffende Kaufkraft.

Der Zins ist auf dem Kapitalmarkt (Markt für Überweisungsgeld) vom Bedarf an Reichsbankgeld unabhängig.

Auf einem Markt für Reichsbankgeld, also dem Geldmarkt, werden andere Charakterzüge beobachtet:

Die Kaufkraft wird in der Form von Banknoten und Krediten von der Zentralbank gegeben. Kein anderes Zahlungsmittel als dieses hat dort Wert.

Allein die Banken bilden die Nachfrage. Allein die Banken, die ein Guthaben bei der Reichsbank unterhalten, und die Reichsbank selbst für die neugeschaffene Kaufkraft bilden das Angebot.

Nach Hahn scheint es so, als ob es bei dem typischsten Teil des Geldmarktes, dem Schecktausch, nicht stimmen würde. Diese Geschäfte haben zum Zweck (1), die Glattstellung des Clearings, sie beruhen aber tatsächlich zu einem großen Teil auf Überweisungsgeld. Dieser Teil wird dann als für den Geldmarkt gleichgültig erklärt, weil immer das Gleichgewicht besteht. Was der einen Bank fehlt, hat die

---

1) in Berlin und Frankfurt a.M.

andere zuviel.

Allein entscheidend sind die Geschäfte über Reichsbankgeld. Es handelt sich dabei nicht mehr um ein Stundungsgeschäft (1).

Wenn eine Privatbank Kredite eröffnet, erleichtert sie den Kapitalmarkt, sie belastet aber den Geldmarkt, denn der Bedarf an Reichsbankgeld wird dadurch automatisch erhöht. Es ist das Gegenteil, wenn die Zentralbank Kredite gibt, sie erleichtert den Geldmarkt und nicht nur, weil sie das nötige Reichsbankgeld herbeibringt, sondern weil sie einen Teil der Nachfrage am Markt für Überweisungsgeld tilgt.

Der Bedarf an Reichsbankgeld ist sehr großen Schwankungen ausgesetzt. Einerseits gibt es Schwankungen innerhalb der Gesamtvolkswirtschaft infolge von Änderungen in den Zahlungsgewohnheiten der Bevölkerung infolge der allgemeinen Konjunktur, infolge der Zahlungstermine (Monatsende, Quartalsende). Andererseits wandelt sich das Vertrauen zu den verschiedenen Banken, und der Reichsbankgeldbedarf jedes Instituts hängt von dem Grade seiner Konzentration und der Zusammensetzung seiner Kundschaft ab.

Die Zinssätze am Geldmarkt hängen von dem offiziellen Zinssatz ab, der für sie bezeichnend ist. Der Geldmarkt beeinflußt den Kapitalmarkt (Begriffsbestimmung von Hahn). Wenn die Zinssätze auf dem Geldmarkt niedriger werden als die des Kapitalmarktes, ziehen einige Kreditoren der Zentralbank ihre Guthaben zugunsten der Kreditbanken zurück, und umgekehrt, wenn der offizielle Satz höher ist, als der am Kapitalmarkt. Diese gegenseitige Wirkung ist aber nicht vollständig, das Vertrauen in seinen Variationen ist ausschlaggebend und hat seine eigenen Gesetze.

Die hier wiedergegebene Vorstellung von Hahn ist von seiner Theorie untrennbar. Diese kann im Anschluß an Heinrich Mannstaedt (2) auf folgende drei Thesen gebracht werden:

---

1) A. Hahn, Volkswirtsch. Th. des Bankkredites. Tüb. 1920 S.41.
2) Kritischer Beitrag zur Th. des Bankkredites. Jena 1927.

1. Gegenüber dem Begriff Bargeldwirtschaft stellt Hahn den Begriff bargeldlose Wirtschaft, die er als Grundlage für seine Untersuchung nimmt. In der reinen bargeldlosen Wirtschaft gewähren die Banken Kredit mit ersparten Depositen und infolgedessen ist das Passivgeschäft der Banken primär gegenüber dem Aktivgeschäft. Die Banken sind Kreditvermittlerinnen. Bei der bargeldlosen Wirtschaft wird die Kaufkraft „ad hoc" kreiert und dem Passivgeschäft der Banken geht das Aktivgeschäft voraus. Die Banken sind Vermittlerinnen von Vertrauen zwischen Debitor und Kreditor.
2. Eine Geldvermehrung bewirkte früher lediglich eine Preissteigerung, aber in der modernen Wirtschaft erhöht sie auch die Produktion und zieht neue Arbeitskräfte in den Produktionsprozeß.
3. Der Wandlung im Wesen des Bankkredits entspricht auch eine Wandlung im Wesen des Zinses. Dieser war früher Entgelt für die Überlassung von Geld, er ist zum Entgelt für Übertragung und Schaffung von Vertrauen geworden.

Kritik zu Hahn.

Hier wollen wir uns nicht mit der ganzen Theorie von Hahn beschäftigen. Andere haben es schon getan und eine ganze - meist ablehnende - Hahnsche (1) Literatur gebildet.

Zuerst wollen wir das hohe Verdienst, das die Wissenschaft Hahn schuldet, anerkennen. Den Begriff der bargeldlosen Wirtschaft (2) und die Erörterungen

---

1) Wie er im Vorwort zu der III.Ausgabe seines Werkes sagt. Dabei erwähnt er eine ganze Reihe von Autoren. Es sei uns erlaubt, nur auf
Haberler, Hahns volkswirtsch.Th. des Bankkredits, Arch.f.Soz. Bd.57
Raisch, Zeitschrift für Nationalökonomie, I,1929.
und die schon zitierte Arbeit von Manstaedt zu verweisen.
2) Als Verfeinerung der Theorie Mises',wonach die Banken nicht nur Kreditvermittlungsstelle sind, sondern auch Kredit schaffen. Mises, Theorie des

Hahns in diesem Sinne haben wir uns als ein wertvolles lehrreiches Werkzeug angeeignet. Ob es aber eine solche in der Praxis gibt?

Was die Problematik des Geld-Kapital-Marktes anbelangt, trägt tatsächlich das Kriterium Hahns der Tatsache Rechnung, daß der Geldmarkt in Zeiten der Spannung besonders von der Zentralbank-Kreditschöpfung abhängt. Dem neugierigen Theoretiker in der Praxis, der sie beobachtete und verstehen und erklären wollte, ist es anscheinend besonders aufgefallen, wie die Bankiers am Ultimo und Quartalstermin in Verbindung mit ihren Geschäften am Geldmarkt besonders nach der Reichsbank sehen und von dort die Lösung ihrer Sorgen erwarten. Der geistreiche Versuch Hahns scheint uns aber unzureichend, obwohl er doch auf gutem Wege war.

Mann kann zuerst Hahn vorwerfen, sich von den Gegebenheiten der Praxis entfernt zu haben, die er anfangs seiner Untersuchung zugrunde legen will. Die Praxis macht eine totale Unterscheidung der beiden Märkte nach der Fristigkeit der Geschäfte. Ob diese Erscheinung eine grundsätzliche oder nur eine scheinbare ist, läßt sich aus der Praxis nicht ohne weiteres erkennen, aber eine Theorie muß diese Erscheinung berücksichtigen. Man kann nicht behaupten, daß der Begriff kürzere oder längere Fristigkeit und der Begriff Reichsbankgeld oder Überweisungsgeld sich dekken (1,2). Die beiden Geldarten können so gut kurz-

---

Geldes..... 1924, S. 4 ff. Siehe auch Mac Leod, Robertson.

1) Man könnte das Problem so vergegenwärtigen: Die Praxis macht einen Vertikalschnitt und läßt die beiden Märkte nebeneinander bestehen. Hahn macht seinen Schnitt darauf horizontal und nennt den oberen - oder unteren - Teil Geldmarkt bzw. Kapitalmarkt.

2) Reportgeschäfte, die von der Praxis zum Geldmarkt gerechnet werden, sollen in dem Hahnschen System im Kapitalmarkt erscheinen, denn dort bestehen die Zahlungsmittel nur aus Überweisungsgeld.

wie langfristig überlassen werden.

Wenn die Aktien und Obligationen oft aus abgelösten Kontokorrentverbindungen entstehen, ist das noch kein Beweis für ihr gleiches Wesen. Singer (1) hat Recht, wenn er mit Feinheit und Witz sagt: „Mit gleichem Recht könnte man Freundschaft, Liaison, Brautzeit, Ehe für wesensgleich erklären, da die Ehe „häufig genug" die Ablösung der Brautzeit oder des Verhältnisses sei und die Ehe oder Liaison sich oft in Freundschaft auflösen".

Es scheint uns schwierig, diesen Unterschied zwischen Reichsbankgeld und Überweisungsgeld als Grundlage für die Unterscheidung der beiden Märkte anzunehmen. Eine Aktie wird ebenso gut mit Banknoten oder Bankgiro, wie durch Reichsbanküberweisung an der Börse oder bei der Emission bezahlt. Auf den beiden Märkten, wie wir sie beobachten können, finden wir die beiden Geldarten, deren Unterschied rein technisch und juristisch ist. Ökonomisch unterscheiden sie sich so wenig untereinander, daß man sie auf keinem Markt allein trifft, sogar auf dem Markt für Tagesgeld; und das besondere Augenmerk, welches Hahn diesem Markt schenkt, zeigt, daß er es fühlte. Die Frage ist mit Aufmerksamkeit zu behandeln. Die Erfordernisse des Clearing werden genau so gut mit auf Privatbanken als auch auf die Zentralbank gezogenen Schecks befriedigt. Der Tatbestand kann im Sinne des Hahnschen (2) Systemes der Kreditschöpfung wie folgt beschrieben werden. Nehmen wir an, die Bank A räumt ihrem Kunden einen Kredit von 10 ein. Der Kunde läßt ihn der Bank B zugunsten eines seiner Kunden überweisen und der Kredit kommt auf demselben Wege weiter zu der Bank C. Die Bankbilanzen sehen folgendermaßen aus:

A	
10	

B	
	10
10	

C	
	10

---

1) Singer: Prolegomena; Schmollers; Bd. 52, S.10.
2) Hahn: Volksw.Th. des Bankkredits. Tüb.1920, S.24. Siehe auch unsere kommenden Erläuterungen.

Räumt A ihrem Kunden Kredit ein über ihr Liquiditätsverhältnis, ohne Depositen zu erhalten, so kommen zuviel Schecks auf ihren Namen zu dem Clearing. A wird bei dem Clearing Debitor und C will ihren Kredit begleichen. A hat drei Möglichkeiten.

1. Sie gibt einen Scheck auf die Bank X.Y.Z., den sie von einem Kunden bekommt. Sie hat also Depositen erhalten.
2. Sie leiht bei der Bank C - oder einer anderen - Tagesgeld. Das ist nach Hahn (1) ein Stundungsgeschäft.
3. Die Bank A verschafft sich einen Scheck auf die Zentralbank, den sie der Bank C im Clearing gutschreiben läßt.

Bei der Möglichkeit 2 kann die Bank C der Bank A soviel stunden wie sie will, nur ist sie praktisch in den Grenzen ihrer eigenen Liquidität gehalten. Darüber hinaus müssen A oder C sich Zentralbankkredit verschaffen. In den Beziehungen 2 zwischen A und C, wird C zuerst der A leicht ihre Schuld stunden, aber dann unter immer schwieriger werdenden Bedingungen, je nachdem sich ihre Liquidität verschlechtert, und man kommt unmerklich zu der Möglichkeit 3.

Die Möglichkeit 2 ist zweifellos - nach Hahn, obwohl er es nicht ausdrücklich sagt - für den Kapitalmarkt relevant (Überweisungsgeld) und die Möglichkeit 3 ist für den Geldmarkt relevant (Zentralbankgeld).

Es scheint schwer begreiflich, daß man so unbemerkt von einem Markt auf den anderen übergeht.

Außerdem ist der gerade beschriebene Vorgang mit der These Hahns, - die Stundungsgeschäfte am Tagesgeldmarkt seien für den Geldmarkt irrelevant, weil das, was eine Bank haben muß, die andere geben muß - nicht zu vereinbaren (2). Nichts kann die Bank C

---

1) Hahn, Volksw.Theorie....1920, S.41 ff.
2) Hahn, Zur Theorie... „Diese Stundungsgeschäfte... sind in letzter Linie etwas geldmarkttheoretisch Indifferentes, weil ceteris paribus immer eine Bank, die im Clearing passiv ist, zwangsläufig einer Bank gegenübersteht, die aktiv ist, die also dasjenige Geld geben muß, was jene sucht, sodaß stets automatisch ein Ausgleich..entsteht".

zwingen zu geben. Wir glauben dagegen, daß ein automatisches Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage an Zentralbankgeld, wie es von Hahn verstanden ist, nie herrscht, denn die Banken messen nicht alle ihre Liquidität nach demselben Verhältnis. Die Banken, die eine stärkere Liquidität unterhalten, schlucken sozusagen das Zentralbankgeld auf Kosten der anderen.

Es scheint schwer anzunehmen, daß nur oder hauptsächlich Banken auf dem Geldmarkt als Kreditnehmer oder Kreditgeber auftreten. Auch auf dem Markt für Tagesgeld, wo diese Annahme am ehesten gelten könnte, trifft man auf größere Firmen. In New York sogar, bei dem Callmoney erscheint die Spekulation, um ihre Termingeschäfte zu finanzieren. Es scheint schwer, Industrie und Handel als Nachfrage auf dem Geldmarkt ausschalten zu wollen, denn der Geldmarkt nach den Gegebenheiten der Praxis fungiert nicht um der Banken willen, sondern um den Produktionsapparat zu finanzieren.

B u d g e und die von uns vertretene Theorie.

Geldmarkt ist der Markt für „Kapital". Kapitalmarkt ist der Umsatzmarkt bestimmter Güter.

Das Suchen nach einem Begriff des Geldmarktes, der wirklich befriedigend ist, indem er eine Erklärung für alle Erscheinungen der Praxis gibt, zwingt, daß wir uns für die Lehre Budges (1) entscheiden. Auf Grund dieser Theorie stellen wir uns die Tatsache folgendermaßen vor: Budge geht davon aus, daß der Kredit nicht durch seinen juristischen Charakter zu bestimmen ist, denn dieser vermag für die Nationalökonomie nichts zu erklären. Er gibt für den Kredit als ökonomische Erscheinung folgende Begriffsbestimmung: „Übertragung ökonomischer Verfügungsmacht über Güter auf Zeit in Form des Geldes" (2). Die Güter,

---

1) Budge, Lehre vom Geld, 2. 1/2 Bd. Jena 1933, S.245 ff.
2) Budge, ibid.S.14.---ähnlich A.Amonn, Objekt und Grundbegriff der theor.Nat.ökon. Wien 1911,S.421.

deren Nützlichkeit nicht auf einmal, sondern nach und nach im Laufe der Produktionsvorgänge verbraucht werden, eignen sich am besten zum Leihen, die anderen Güter, die auf einmal verzehrt werden, eignen sich aber ebenfalls zum Leihen; es genügt bei ihnen, dieselbe Art, Güte und Menge zurückzuerstatten. Das Geld, besonders als Maßstab aller ökonomischen Werte ist bestimmt, zur Wertübertragung von Krediten zu dienen. Es vergegenständigt in der Hand seines Eigentümers das Recht über ökonomische Güter aller Art zu verfügen, vertritt aber nur den in diesen Gütern liegenden Wert, und wenn das Darlehen als juristischer Begriff in natura stattfinden kann, äußert sich der Kredit, als ökonomischer Begriff, immer und nur in einer Geldsumme als Wertausdruck der übertragenen Werte.

Der Kredit lautet also immer auf eine Geldsumme. Welches Objekt verbirgt sich hinter jener in Geldform dargestellten Verfügungsmacht? Das sind nur Güter des „Reproduktiven Konsums". Der Verleiher gibt Kredit, weil er Vertrauen hat, daß die geliehenen Güter oder die mit dem geliehenen Geld gekauften Güter zum Produktionszweck verzehrt werden, sich in Wert reproduzieren werden und in Wert zurückerstattet werden. Diese Güter des reproduktiven Konsums bestehen aus den produzierten Produktions-Mitteln und aus den Konsumgütern. Nicht nur die erste Güterart dient der Produktion, sondern auch die zweite, die Konsumgüter, denn sie dienen zur Erhaltung der Arbeitskräfte und des Lebens überhaupt. Sie werden verzehrt, um die Arbeit zu ermöglichen, die die Werte reproduziert.

Budge gibt infolgedessen folgende Begriffsbestimmung des Kapitals: „die ökonomische Verfügungsmacht über Güter des reproduktiven Konsums (1)" und infolgedessen ist Kapital das Objekt des Kredits.

---

1) Vergl. Schumpeter „So werden wir das Kapital definieren als jene Summe von Geld und anderen Zahlungsmitteln, welche zur Überlassung an Unternehmer zu jedem Zeitpunkt verfügbar ist". Theorie der wirtsch. Entwicklung S.173.
Vergl. auch Mac Leod und
Menger, Jahrb. für Nat.-Ökon. 1888.

Man versteht also, daß das Kapital nicht verkauft, sondern nur auf Zeit geliehen werden kann, und alle Geschäfte über Kapital sind allein Kreditgeschäfte, deren Vergütung der Zins ist.

Man muß sich vergegenwärtigen, welche Verbindung zwischen Kapital und Arbeit besteht. Der Wert der Güter des reproduktiven Konsums kann sich immer in menschlicher Arbeitsmenge auflösen; nicht daß er immer und lediglich aus der Arbeit stamme, wie es Karl Marx behauptete, sondern der Wert kann sich immer in der Arbeitsmenge ausdrücken, welche die Menschen bereit sind, aufzuwenden, um sich das Gut zu verschaffen, entweder durch direkte Arbeit oder auf dem Wege des Tausches nach der Arbeitsteilung.

Das Kapital dient andererseits der Eingliederung der Arbeit in die kapitalistische Produktion. Ohne es wäre die Beschäftigung „okkupatorisch" und mit ihm wird sie produktiv. Das Kapital ermöglicht das Warten auf die zu produzierenden Konsumgüter. Der Unternehmer bekommt vom Kapitalisten die Mittel, um die Arbeiter direkt oder auch im ersten Grad zu bezahlen, die die Fabrik bauen und die Maschinen in Betrieb halten. Diese sind direkt oder im ersten Grad in diese Produktion eingeschaltet. Das Kapital dient auch zur indirekten Zahlung der Arbeiter aller Art im zweiten, dritten, vierten Grad, die mit der Herstellung dieser Güter beschäftigt waren.

Man kann also das Kapital als die Unterhaltsmittel der Arbeiter aller Ordnung, einmal in Form des Geldes und einmal in Form der Real-Kapital-Substraten betrachten. Diese können im Grunde genommen nur die Genußgüter (1) einer Periode sein, denn sie allein

---

1) So verstanden, war der Begriff Kapital Böhm-Bawerk nicht fremd, wenn Böhm-Bawerk einen gegebenen Produktionsprozeß untersucht, arbeitet er mit seinem Begriff der Zwischenprodukte. Wenn er aber die Wahl des Produktionsweges selbst zum Problem macht, schiebt er den Begriff des Subsistenzfonds ein, den er bisweilen ausdrücklich Kapital nennt (so z.B. im I.Exkurs). Diese Verschiebung in der Problemstellung selbst macht - wie Wicksell es merken

vermögen die Lebensbedürfnisse der Menschen zu befriedigen. Die Real-Kapital-Substrate bestehen also aus den Realeinkommen oder Sozialprodukten (1).

Die Güter dieser Art erheben sich über die produzierten Produktionsgüter durch eine ganz besondere, hochgeschätzte Eigenschaft: ihre Ungebundenheit. Die anderen sind in einem Produktionsprozeß angelegt und können nicht anders verwertet werden (2).

---

ließ - das Böhm-Bawerk'sche System und sogar den Begriff der produzierten Produktionsmittel für die Wissenschaft unbrauchbar.

1) Schumpeter schreibt: „Das Sozialprodukt einer isolierten Volkswirtschaft...besteht aus allen materiellen und immateriellen Genußgütern, die in einer Wirtschaftsperiode zur Konsumtion bereitgestellt werden, die Abnützungsquoten dauerbarer Güter mit eingeschlossen". Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Arch.f.Sozialwissenschaft,Bd. 44, S. 631.

2) Schmalenbach scheidet das Kapital in betriebswirtschaftl. Sinn, in freies u.gebundenes Kapital (Kapital,Kredit u.Zins, Jena 1933 S.24). Das entspricht, betriebswirtschafl.gedacht, ganz unserer Meinung, man könnte so gut sagen: der Geldmarkt wird durch freies Kapital gespeist und der Kapitalmarkt durch gebundenes, nun kann man aber so, privatwirtschaftlich, nicht erklären, wieso man auf dem Kapitalmarkt zu Geld, also zu freiem Kapital kommen kann. Der Unterschied zwischen frei und gebunden ist aber sehr interessant. Das freie Kapital kann für jede Produktion verwandt werden, kann sowohl in der Schuh-, wie in der Flugzeugindustrie angelegt werden, es hat einen Vorteil über das bereits angelegte Kapital, dessen Zweck bestimmt ist. Eine Konservenfabrik kann nur Konserven herstellen und sonst nichts.
Ganz wie die Unterscheidung nach der Ordnung der Güter (Güter erster Ordnung und Güter höherer Ordnung. Budge,S.19/20.) Nach Carl Menger mangelt die Unterscheidung in freiem und gebundenem Kapital an einer Verbindung zwischen Güterwelt und monetärer Welt.

Im Gegensatz dazu sind die Real-Kapital-Substrate,was ihre kapitale Bedeutung gewährleistet, frei. Sie dienen dazu, die Arbeitskraft der Arbeiter aller Klassen zu erhalten, aber diese kann so gut in dem gerade abgeschlossenen Arbeitsprozeß zurück investiert, wie für ganz andere Zwecke beschäftigt werden. Die Geldform des Kapitals verursacht eine doppelte Erscheinung des Geldes. Es befindet sich zuerst in der Zirkulation zur Anschaffung von Gütern, im Grunde genommen von Genuß- oder Konsumgütern, denn der Kauf von fertigen Produktionsmitteln wirkt sich aus wie Bezahlung von Arbeitsleistungen früherer Produktionsperioden, d.h. der während dieser Periode konsumierten Genußgüter (minus die Ersparnisse). Auf der anderen Seite ist das Geld Vergegenständlichung des Kapitals und dient zur Übertragung des Vermögens zum Warten, denn die Verfügung, die es über die Konsumgüter verleiht, ermöglicht, die Produkte zu erwarten. Seine Schätzung ist in diesem Falle mit der Länge der Zeit verbunden, während deren es verliehen wird.

Während einmal der Wert der Geldeinheit durch die Gütermenge, die man mit ihr kaufen kann, bestimmt ist ist andererseits die Vergütung für die Hingabe des Geldes als Kapital der Zins.

Der Unternehmer, der eine neue Produktion in Gang setzen will, wendet sich zu der Bank als Zentralstelle (nicht nur Vermittlungsstelle, wie wir später sehen werden), um Kapital in Form von Geld zu bekommen, womit er die an seinem Arbeitsprozeß auf den verschiedenen Graden arbeitenden Kräfte zahlen wird, damit sie sich erhalten können.

Das Geld, das der Unternehmer von der Bank bekommt, wird ebenso gut lang- wie kurzfristig geliehen, denn unter Umständen kann das Konto-Korrent ewig laufen, es ist nur täglich kündbar; dauernd erneute kurzfristige Kredite bilden letzten Endes langfristige Kredite.

Die Gesamtheit dieser Kreditgeschäfte bildet nach der Begriffsauffassung der Praxis den „Geldmarkt", nach unserer müßte man ihn „Kapitalmarkt" nennen (1).

---

1) Man versteht, daß für uns die Frage nach einer

„Der wahre und einzige Kapitalmarkt ist der Geldmarkt" (1).

Der Geldmarkt bildet den Geldausdruck für die Zu- und Abnahme des Kapitals überhaupt. Nur aus der Gestaltung des Geldausdrucks des kurzfristigen Leihkapitals läßt sich unter der Voraussetzung.....eines stabilen Preisniveaus ein Schluß auf den größeren oder geringeren Umfang des Kapitalangebotes und dementsprechend ein solcher auf die Höhe des nach Lage der Wirtschaft gebotenen Kapitalzinses ziehen. Der Geldmarkt ist mithin der Indicator der „Spitzenbeträge", um welche das gesellschaftliche Kapital jeweils zu- oder abgenommen hat. Anders ausgedrückt: in der Gestaltung des Geldmarktes spiegelt sich die Zu- oder Abnahme des gesellschaftlichen Subsistenzfonds wieder" (2).

Wie steht es nun mit dem Kapitalmarkt, wie die Praxis ihn darlegt?

Der Kapitalmarkt ist ein Absatzmarkt, wie es

---

engeren oder breiteren Auffassung des Geldmarktes nicht gestellt zu werden braucht, denn es gibt nur eine Art Kapital.

Wir können wohl nach der juristischen Art der Geschäfte unterscheiden und nach dem Grad der mehr oder weniger börsenmäßigen Abwicklung der Geschäfte, aber diese können volkswirtschaftlich zu keiner Begrenzung des Geldmarktes, z.B. im Sinne v. Beckeraths, führen.

Die Londoner Effektenbörse z.B. kennt weder die Einrichtung einer Liquidations-Zentrale, noch eines Geldmarktes für die Reportgelder. Die Reportgeschäfte werden dort individuell abgeschlossen, ohne daß ein Marktsatz zustandekommt. Wenn Millionen £ am selben Tag innerhalb weniger Stunden geliehen werden, kann niemand behaupten, daß es sich nicht um einen Markt handelt. Wir beschränken uns hier auf die mehr oder weniger marktmäßigen Operationen, weil diese allein ökonomisch zu beschreiben sind und weil man nur für sie, als die allerwichtigste, von einer Organisation sprechen kann.

1) Budge, S.278. 2) Budge, S. 255.

andere für alle Waren gibt. Auf dem Kapitalmarkt, sowie auf den Warenmärkten wird das Geld wesensgleich umgesetzt. Was allerdings auf dem Kapitalmarkt umgesetzt wird, sind Güter bestimmter Art: Die Einkommensträger im weitesten Sinne: Häuser, Gruben, Fabriken und die Eigentumstitel, die sie vertreten: Aktien, Obligationen, Kuxen.... Die auf den Immobilien ruhenden Hypotheken sind ökonomisch nichts anderes als mobilisierbare Anteile an solchen Häusern.... Die Staatspapiere sind im gleichen Sinne die Verkörperung des Anrechtes, regelmäßig wiederkehrend über einen bestimmten Anteil an dem Sozialprodukt oder Sozialeinkommen zu verfügen, das zwangsmäßig durch den Staat von Gesetz wegen mittels der Steuern erhoben wird (1).

Diese Güter nehmen in dem Volksbewußtsein eine eigentümliche Stellung ein und werden als Kapitalgüter, d.h. „Hauptgüter", weil sie normalerweise eine Rente abwerfen, betrachtet; diese Vorstellung ist aber falsch. Diese Güter werfen nur als Einkommen ab, was sie an Gesamtwert durch Abnutzung einbüßen zuzüglich eines Mehrwertes.

Die gesamte Erscheinung in der Wirtschaft stellt einen stetigen gewaltigen Umschlagsprozeß dar.

Diese Güter des Kapitalmarktes werden mit Arbeitskraft hergestellt und stellen akkumulierte Arbeit dar - man könnte auch von geronnener Arbeit sprechen - . Sie bilden das Kapital nicht, sondern nur eine eingefrorene Zwischenform und Budge spricht in dem Falle von „durchlaufenden Posten" (2) der Wirtschaft.

So sind die Geschäfte auf dem sogenannten Kapitalmarkt nur Kauf- und Verkaufsgeschäfte und das Geld braucht er nur als Tauschmittel. Es sind immer dieselben Summen, die auf diesem Markt von Hand zu Hand fließen und dem Austausch dienen, aber ihre Quelle ist nicht da. Diese Geschäfte sind nur Verschiebungen von einem Vermögen in das andere, ändern aber nichts an der Gesamtlage (3).

Die Umsätze auf dem Kapitalmarkt und die neuen

---

1) Budge, S.260 ff.
2) Budge, S.258.
3) siehe später S.60 dieses Kapitels.

Emissionen sind trotzdem für den Geldmarkt, infolge technischer Momente, nicht ohne Bedeutung, aber diese Auswirkung ist immer nur vorübergehend. Nehmen wir als Ausgangspunkt die Bilanz einer Depositenbank an

Bilanz Bk. X.

Zentralbank	10	Kreditoren	100
Debitoren Effekt.Portef.	90		

Ein Kreditor kauft Effekten bei der Emission oder an der Börse für eine Summe 5. Der Verkäufer hat sein Konto bei einer Bank Y und diese will kein Konto bei X unterhalten, sondern bei der Zentralbank das Geld überwiesen haben. Die Bilanz der X wird:

Bilanz Bk. X.

Zentral Bk.	5	Kreditoren	95
Debitoren Effekt.Portef.	90		

Liquid ist sie nicht mehr. Bei Ankunft der Überweisungsorder wird sie Vorkehrungen treffen. Sie muß entweder die Debitoren bzw. das Effektenportefeuille vermindern oder Depositen anziehen, die ihre Kasse bzw. Zentralbankkonto bzw. Bankkonto (1) erhöhen. In den beiden Fällen hat sie dasselbe Mittel zur Verfügung: Erhöhung der Zinssätze. (Ein Depositeneingang durch Kasse ist natürlich viel wirkungsvoller als eine Verminderung des Wechselportefeuilles). Der Markt wird weniger flüssig. Der Bank X sind die Mittel entzogen und sind noch nicht bei der Bank Y angelangt. Wenn dann die Bank Y über das Geld verfügt, ist sie imstande, mehr Kredit zu geben und senkt ihren Zinssatz. Die Spannung ist schon vorbei. Rasch findet

---

1) Um auf die Hahn'sche Theorie zurückzukommen, was hier nahe liegt: Hahn hat seine Theorie aufgebaut mit der Vorstellung, daß die Bank X ihre Liquidität durch Kreditoreneingang verbessert, nur wenn dieser mittels „Reichsbankgeld" stattfindet. Was zweifellos nicht zutrifft.

sich ein Ausgleich betr. Liquidität, Geschäftsverteilung und Zinssätzen zwischen den beiden Banken.

Der Vorgang wird jedesmal von der Praxis beobachtet, wenn eine größere Emission stattfindet. Man kann sogar sehen, daß der Zins, wie unsere Darstellung es erwarten läßt, sich schon vor dem Emissionstage erhöht, weil die Banken sich vorbereiten. So kann man sich vorstellen, daß das Aufblühen der Spekulation einen Teil des Geldvorrats der Wirtschaft für sich in Anspruch nimmt und den Geldmarkt belastet.

Wie kann sich die Verschiedenheit der Zinssätze auf den beiden Märkten erklären? Die auf dem sogenannten Kapitalmarkt getauschten Güter vertreten akkumulierte Arbeit und diese Akkumulation hat kein anderes Ziel, als einen Mehrwert durch die Verwendung von kapitalistischen Produktionsmethoden zu erzielen. Über die Jahre der Produktion verteilt, nimmt dieser Mehrwert die Form des Zinses an. Die Einkommensträger werden auf Grund ihrer Einkommen gemessen und auf dem Markt getauscht.

Man könnte a priori daran zweifeln, daß der Zins auf den beiden Märkten verschieden sei, denn das Kapital (in unserem Sinn) ist zur Investierung bestimmt, und dies kann nur geschehen, wenn seine Inhaber Interesse daran haben, d.h. wenn der Zins auf dem Kapitalmarkt höher ist als auf dem Geldmarkt (unter Berücksichtigung des Vertrauen-Momentes). Eine Gleichgewichtslage muß hergestellt werden. In einer stationären Wirtschaft, d.h. einer solchen mit einer regelmäßigen Produktionsintensität, mit gleichbleibendem Anlagevermögen, würden die Abschreibungen die Abnutzung genau ausgleichen, man würde ein stetiges Sozialprodukt, eine gleichbleibende Geldmenge im Umlauf und konstante Preise verzeichnen. In einer derartigen Wirtschaft würde man denselben Zins auf beiden Märkten finden.

Unsere Wirtschaft ist aber keine stationäre, sie entwickelt sich dauernd und zeigt Bewegungen nach oben wie nach unten. Nicht nur wirkt sich dabei der menschliche Einfluß durch Politik, Vertrauen, Sparsamkeit aus, sondern auch einen bedeutsamen Faktor bildet die Kreditschöpfung der Banken - eine Erscheinung, worüber wir später zu sprechen haben -. Dadurch

lassen die Banken ein neues fingiertes Geldkapital in die Wirtschaft hineinfließen, da sie die Geldschöpfung theoretisch grenzenlos ausüben können. Andererseits können die Banken den Geldumlauf verringern und dadurch eine Kapitalknappheit vortäuschen. Sie können auf dem Geldmarkt durch ihr Eingreifen eine ganz andere Lage erscheinen lassen als die, die sich sonst ergeben hätte. Das Verhältnis zwischen den Zinssätzen auf den beiden Märkten und die Rückwirkungen eines Marktes auf den anderen werden dadurch stets gestört.

Diese Theorie vereinigt die anderen Theorien, die wir vorher kennenlernten, ausgenommen die von Hahn.

Sie stimmt mit der Spiethoff'schen überein, denn in dem Unterschied zwischen den beiden Märkten, wie wir ihn festgestellt haben, spielt das Zeitmoment eine Rolle. Das Objekt des Geldmarktes, das Kapital ist zu einem schnellen Verzehren der Konsumgüter durch Investierung bestimmt; im Gegensatz dazu besteht das Objekt des Kapitalmarktes in den Produktionsgütern: Häuser, Schiffe...., deren Gebrauchsdauer verhältnismäßig sehr lang ist und in den Staatsrentenpapieren, welche durch zur Verfügungstellen eines bestimmten Kapitals für den Staat für lange - manchmal auf ewig- entstanden sind.

Die Theorie Beckeraths kann sich auch mit der Budge'schen gut vertragen. Der Unterschied zwischen Betriebs- und Anlagekapitalien entspricht dem zwischen Kapital und Produktionsgüter, zwischen Einkommen und Einkommenträger, umsomehr als man sich darüber im Klaren ist, daß die Begriffe Beckerath's rein privatwirtschaftlich sind. Wir können jetzt sagen, daß er privatwirtschaftlich gesehen hat, was volkswirtschaftlich gesehen werden sollte: Dem allgemeinen Umschlag der Wirtschaft von Kapital (in unserem Sinne) zu Produktionsmitteln und umgekehrt entspricht in dem Betrieb dem Umschlag der Betriebs- in Anlagemittel und umgekehrt die Gegenbewegungen: Fest anlegen und liquidieren, was dem Verschleiß und den Abschreibungen der Anlagen gleich ist. Angenommen, einige Kapitalisten, die eine Unternehmung gründen wollen, legen ihr Kapital also „ökonomische Verfügungsmacht über Güter des reproduktiven Konsums" zusammen, und lassen

eine Fabrik bauen. Sie lassen Arbeiter direkt oder indirekt bei dem Bau arbeiten. Sie besitzen dann ein Gut, das dem „Kapitalmarkt" (im Sinne der Praxis zuzurechnen ist. Ihr Kapital ist „angelegt" und sie können sich weiter Betriebskapital auf dem Geldmarkt bei der Bank verschaffen.

Die Verbindung mit der Theorie von Rist wird hergestellt, wenn wir gezeigt haben, daß die Güter am Kapitalmarkt nur durch das Sparen gebildet werden, und daß dieser Vorgang ein Hauptbestandteil des Geldmarktes ist - aber nicht der einzige. Es sei erlaubt, diese im allgemeinen bekannte - zwar von einigen wie Schumpeter (1) und Hahn (2) bestrittene Tatsache - an Hand eines Beispiels zu erläutern, das zur Besprechung eines später einzuführenden Schemas gelten soll. Nehmen wir ein Wirtschaftssubjekt, das über ein bestimmtes Kapital, d.h. über eine gewisse ökonomische Verfügungsmacht über Güter des reproduktiven Konsums verfügt (3). Er läßt durch Arbeiter Bodenfläche bereitstellen und anbauen. Nehmen wir der Einfachheit halber an, Pflug und ausgebildete Pferde seien Gegebenheiten der Natur wie der Boden. Der Kapitalist bezahlt seine Arbeiter, d.h. gibt ihnen in Geldform die Mittel, sich die für ihre Substistenz nötigen Güter anzuschaffen. Wir können den Verkehr innerhalb dieser Gemeinschaft als in sich selbst geschlossen betrachten: die Arbeiter kaufen beim Kapitalisten. Wenn einmal Urbarmachung, Anbau stattgefunden haben, hat der Kapitalist am Tag der Ernte kein Kapital mehr, aber einen Haufen Korn in Aussicht. Der Kapitalist kann die Güter, worüber er verfügt, durch Sparen vergrös-

---

1) Theorie der wirtsch.Entwicklung 1926, S.140 ff.
2) Volkswirtsch.Theorie des Bankkredits. 1920, S.48 und 152.
3) Man beachte die Verwandtschaft des Kap.Begriffs Budges mit der Kapital-Disposition von Cassel. Die Konsumgüter, worüber das Kapital (Budges) verfügt, dienen zum Warten und Einschlagen neuer Produktionsumwege. Siehe unsere Erläuterung der Theorie Cassels anläßlich unserer Besprechung der Theorie Halms.

sern und sparen kann er nur in Form von Konsumgütern und nicht in Form von Produktionsgütern, denn nur an Konsum kann gespart werden.

Dasselbe für die Arbeiter. Allein durch Sparen können sie sich in die Lage setzen, selbst zu warten, um für sich produktiv arbeiten zu können und auch Kapitalist zu werden. Ihr Sparen sowie das des Kapitalisten kann nur auf Konsumgütern beruhen.

Die erste Form des Sparens ist also in allen Fällen die von Konsumgütern und sie bildet die Epargne d'attente von Rist. In allem Anfang der Gesellschaft besteht das gesellschaftliche Kapital nur aus Konsumgütern, die für den Notfall beiseite gelegt werden; die anderen Güter kommen erst später, nachdem die Gesellschaft vom okkupatorischen zum produktiven Stadium der Arbeit übergegangen ist.

Die in Vorrat gehaltenen Konsumgüter werden erst investiert, d.h. in Produktionsgüter umgewandelt, wenn bestimmte Voraussetzungen an Quantität, Vertrauen und Rentabilitätsaussicht erfüllt sind. Gleichfalls in der Geldwirtschaft kann das Wartesparen immer durch unvorhergesehene Ausgaben verschwinden; diese sind mit dem Verzehr von Konsumgütern verbunden. Die Konsolidierung der wartenden Spargelder durch Kauf von Wertpapieren oder Häusern entspricht ebenfalls der Investierung von „Kapital" in produzierte Produktionsmittel, die dem Kapitalmarkt zuzuschreiben sind.

Die Theorie von Halm, die zwischen Geld- und Kapitalmarkt unterscheidet, je nachdem die Kapitaldisposition zur Produktion im engeren, technischen Sinne oder zur Ausnutzung dauerhafter Güter erforderlich ist, entspricht einem Unterschied zwischen Konsumgütern und Produktionsgütern, und nachdem, was wir gerade gesehen haben, sind die ersten die „Torwächter" (um den Ausdruck von Halm anzuwenden) für die zweiten.

Was wir vor kurzem über die Ersparnisse sagten, zeigt ebenfalls die Verbindung mit der These Webers, der nach den „Anpassungs- und Zirkulations-Krediten" und nach den „Ersparnissen" die beiden Märkte unterscheidet. Seine These der Anpassungsvorgänge entspricht den Variationen in der Versorgung der Wirtschaft mit „Kapital" als der ökonomischen Verfügungs-

kraft über Güter des reproduktiven Konsums. Daß die Banken aus dem Nichts Geld schaffen können und dadurch die gegebene Lage auf dem Geldmarkt ändern können, findet auch in unserer Theorie Platz.

B. Zweite theoretische Einführung.

Geldschöpfung.

Auf dem Geldmarkt tritt das Geld als Kapital auf, d.h. als ökonomische Verfügungsmacht in Geldform über Güter des reproduktiven Konsums. Bevor wir sehen, wie und in welchem Maße das Geld in Umlauf gebracht wird, müssen wir die Rolle des Geldkapitals in der Wirtschaft erforschen. Nur so können wir Kriterien bekommen, um eine begründete Meinung über die Zweckmäßigkeit der zu prüfenden Gegebenheiten der Pariser Praxis erhalten zu können. Als Ausgangspunkt in unserer Untersuchung haben wir die Arbeit von Schumpeter über den Kreislauf in der Wirtschaft (1). Wir gelangen übrigens nicht zu denselben Ergebnissen.

Nehmen wir eine Wirtschaft mit gleichmäßigen Produktionsperioden an und setzen wir voraus, daß keine Produktionsgüter oder Konsumgüter eine Periode durchlaufen, ohne vollständig aufgewendet zu werden, und daß keine Produktionsgüter von einer Periode in die nächste hinübergehen. Um die Verhältnisse innerhalb der Wirtschaft klarer gestalten zu können, sei weiter vorausgesetzt, daß die einen das ganze Kapital der Volkswirtschaft haben und gar nicht arbeiten, und die Anderen die ganze Arbeitskraft bilden und gar kein Kapital haben.

Wir können die Bewegung der Güter und Kapitalien innerhalb der Volkswirtschaft an Hand des folgenden Schemas beschreiben, in dem das Vermögen der Kapitalisten links von den vertikalen Linien und das Vermögen der Arbeiter rechts von ihnen steht.

---

1) Schumpeter. Theorie der wirtsch.Entwicklung. I. Kap. und besonders: das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Archiv für Sozialwissenschaft. Bd. 44.

	Geld		Konsumgüter		Produktionsgüter	
	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.
1)	10		10			
2)		10				
3)	10			10		
4)					10	
5)			10			

Anfangs 1) verfügen die Kapitalisten über 10 Einheiten Konsumgüter, welche sie mittels der Arbeiter investieren werden. Diese arbeiten und erhalten den Preis ihrer Leistung 2). Um sich zu unterhalten, kaufen sie die Konsumgüter, verzehren sie und geben also den Kapitalisten das Geld zurück 3). Die Arbeit der Arbeiter bringt in das Vermögen der Kapitalisten anstatt der Konsumgüter Produktionsgüter 4), die sich verzehren und Konsumgüter zurückgeben 5) in der Hoffnung, größere Mengen als Anfangsmenge zurückzuerhalten (1,2).

---

1) Man kann hier eine Berechtigung unserer Definition des Kapitals finden: es ist immer in den Händen derjenigen, die über die Konsumgüter verfügen.
2) Das Schema gilt für den Fall, daß die Maschinen und Anlagen genau ihren Wert an Konsumgütern zurückgeben - was einen unnützen Produktionsumweg darstellt - und daß nicht gespart wird.
   Eine produktive Verwendung von Maschinen würde sich folgendermaßen auswirken:

Geld		Konsum-Güter		Produkt.-Güter	
Kap.	Arb.	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.
10		10			
10	10		10	10	
		15			
Anfangs der neuen Periode					
10		15			

(Fortsetzung nächste Seite).

In einer solchen Wirtschaft hat Schumperter recht, zu sagen: „Die Preissumme aller Genußgüter im Zustand stationären Gleichgewichts muß der Preissumme aller Produktionsgüter gleich sein und beide identisch, gleich der Summe aller Geldeinkommen" (1).

Wir haben aber keine stationäre Wirtschaft. Es gibt Produktionsprozesse, die seit 50 Jahren im Gang sind und noch 50 Jahre brauchen, um zum Abschluß zu

---

Wenn die Arbeiter in natura sparen:

Geld		Konsum-Güter		Produkt.-Güter	
Kap.	Arb.	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.
10		10			
10	10		10 gekauft nur 5 konsum. 5 Rest	10	
Anfangs der neuen Periode.					
10		10	5		

Wenn die Arbeiter in Geld sparen:

10		10			
	10		5 gekauft anstatt 10	10	
5		10			
Anfangs der neuen Periode.					
5	5	10	5		

Bei diesen 3 Fällen ist das Gleichgewicht zwischen Geld und Gütern am Anfang der neuen Periode gestört. Wenn die Preise konstant bleiben sollen, muß sich der Geldumlauf im Verhältnis erhöhen (bei gleichbleibender Umlaufsgeschwindigkeit).

1) Schumpeter, Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige, Archiv f. Soz. Wiss. Bd. 44 S. 634.

gelangen, es gibt andere, die sehr kurz sind. In jedem Augenblick befinden wir uns in Produktionsprozessen von allerlei Zeitdauer und gleichzeitig am Anfang, in der Mitte und am Ende ihrer Entwicklung. Wir müssen unser Schema ändern, indem wir voraussetzen, daß die Produktionsmittel, „die" Fabrik der Wirtschaft, sich innerhalb von 10 Jahren abschreiben und betrachten wir die Lage am Ende jedes Jahres.

Erstes Jahr.

Geld		Konsumgüter		Produkt.-Güter 10 Jahre	
Kap.	Arb.	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.
10		10			
10	10		10	10	
10				10	

So ist die Lage am Ende des ersten Jahres (1). Schon am ersten Tage des nächsten Jahres bringt die Fabrik Produkte zum Unterhalt der Arbeiter und im Laufe des Jahres gibt sie den Inhabern 1/10 ihres Wertes, d.h. 1 in Form von Konsumgütern. Die Kapitalisten beschäftigen die Arbeiter mit der Wiederinstandsetzung der Anlagen, verkaufen ihnen die durch die Fabrik gelieferten Konsumgüter.

Das 2. Jahr sieht folgendermaßen aus.

10				~~10~~	
	1	1		9	
1			1	1	
10				10	

und so weiter das 3. und die folgenden Jahre.

Daraus ist zu sehen, daß das Geld im Umlauf in der Wirtschaft nicht 10 sondern nur 1 ist (2). Diese

---

1) Diese Hypothese ist nicht ohne Realsinn. Sie schematisiert den Fall einer Kolonie (etwa Klondyke oder Neuseeland), welche vom Mutterland erschlossen wird. Die Integration der Eingeborenen bzw. armen Weißen erfolgt mit Kapital (Lebensmittel und Maschinen aus dem Mutterland).

2) Das Experiment der Assignaten in Frankreich führte zu einer Inflation, weil es der Versuch war, mittelst des Geldes die großen sequestrierten Grund-

Summe vertritt die Konsumgütermenge, die im Laufe der beobachteten Periode, des Jahres, zum Unterhalt der Bevölkerung nötig ist, die also in Produktionsgüter umgewandelt werden und umgekehrt, das Sozialprodukt (1). Die im Umlauf befindliche Geldmenge vertritt also nur einen Bruchteil des Gesamt-Reichtums der Wirtschaft. Sie hängt als solche von dem Gesamtreichtum als absoluter Größe und von der Schnelligkeit, mit der dieser Gesamtreichtum sich umschlägt, ab. (d.h. von der Durchschnittslänge der Produktionsumwege in der Wirtschaft, anders gesagt vom Grad der Industrialisierung (2)). Die im Umlauf befindliche Geldmenge hängt von den Zahlungsgewohnheiten der Löhne nach Wochen oder Monaten ab (3).

---

besitze des Adelsstandes zu mobilisieren. Man glaubte, das Geld vertrete das Vermögen der Volkswirtschaft.

1) Nach unserer Auffassung kann man verstehen, wie das Geld so leicht vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt und umgekehrt fließen und immer seine Eigenschaften behaupten kann. Wie ist es nun zu verstehen, daß das Geld heute auf dem Geldmarkt ist, durch Ankauf von Wertpapieren bei der Emission angelegt wird und morgen schon wieder auf dem Geldmarkt - unter dem Namen der gegründeten Gesellschaft - zu finden ist, sodaß es ihn doch nicht verlassen hat? Unsere Erklärung ist, daß das Geld als Vertreter des Sozialeinkommens ihm in seinen ständigen Strömungen folgt und dieselben Wandlungen mitmacht. Wie das Sozialeinkommen stets unaufhaltsam fließt, wieder angelegt wird und zurückfließt, muß das Geld sofort wieder auf dem Geldmarkt sein, als ob es ihn nie verlassen hätte.
2) Das entspricht der Beobachtung, daß in unserer Wirtschaft, die immer mehr „kapitalistisch" arbeitet, der Reichtum in bar immer mehr schwindet.
3) Unsere Auffassung des Geldmarktes scheint der Tatsache der Quartal- und Monatsende-Spannungen keine Rechnung zu tragen. Doch muß man verstehen, was dabei vor sich geht. Während des ganzen Quartals oder Monats finden Geschäfte - auch Zurverfügung-

Wenn man die drei Schemata der Fußnote 2 S.58-59 in Erwägung zieht, muß man unsere Feststellung unter Hinzurechnung der Wirkungen der Ersparnisse und Vergeudungen des durch kapitalistische Produktionsumwege erzielten Mehrwertes und der Kapitalfehlleitungen vervollkommnen.

Die im Umlauf befindliche Geldmenge vertritt also die Konsumgüter, welche die Wirtschaft während einer bestimmten Periode zur Verfügung hat, um zu arbeiten, und welche sie investiert in der Hoffnung, sie später verzehnfacht wieder zu finden. Diese Summe mißt die in dieser Periode ankommenden und verzehrten Konsumgüter und den verbrauchten und wieder ersetzten Bruchteil der Produktionsgüter.

Wir sind wieder bei der Bedeutung des Kapitals angelangt.

Wichtig ist, das Gleichgewicht zwischen den realen Substraten des Kapitals und seiner monetären Ver-

---

stellung von Dienstleistungen - statt, die erst am Ende der Periode bezahlt werden. Die Ereignisse der Geldsphäre sind nicht mehr in jedem Augenblick den Ereignissen der Gütersphäre gleich. Die Angleichung erfolgt nur auf lange Zeit. Der Güterverkehr scheint - der Stauung der Rechnungen nach - eine Reihe von Schwingungs-Knoten und -Bäuche aufzuzeigen. Es sieht aus, als ob am Ultimo das Volkseinkommen gewaltig zunehmen würde, um während des Monats kleiner zu erscheinen. Dieses übernormale Volkseinkommen verlangt eine entsprechend übernormale Zahlungsmittelmenge. Die Banken werden gewaltig in Anspruch genommen und auch die Zentralbank, die die Grundlage der Kreditausdehnung bringen muß. Die Inanspruchnahme der Reichsbank zu diesen Zeiten, die die Aufmerksamkeit der deutschen Bankwelt auf sich zieht, hat anscheinend Hahn zu seiner merkwürdigen Theorie geführt. Man darf aber dabei nicht über die Inanspruchnahme der anderen Banken zur selben Zeit hinwegsehen. Daß der starke Aufbau des bargeldlosen Verkehrs und eine umso gründlichere Verrechnung eine schmerzlose Abwicklung ermöglicht, ist selbstverständlich.

gegenständlichung zu sichern, um Geldzins und Naturalzins gleichzuhalten und ein konstantes Preisniveau herzustellen.

Wenden wir uns zuerst dem Zinsgleichgewicht zu. Wir haben vor uns eine Erscheinung, die sich zugleich auf 2 Ebenen abspielt. Auf der Ebene der Geldwirtschaft zeigt das Geld als Kapital einen Zins als Preis auf. Auf der Ebene der Realwirtschaft ergibt sich ein Naturalzins, der von dem ersten unabhängig ist. Wenn wir von der Konsumvergeudung absehen, wird der Naturalzins durch das Verhältnis zwischen der arbeitenden Bevölkerung und dem Realeinkommen der Wirtschaft bestimmt. Ohne Geld als zwischengeschaltetem Tauschmittel bildet der arbeitende Bevölkerungsteil der Gesellschaft die Nachfrage an naturalen Kapitalsubstraten. Er braucht sie, einfach um zu leben; aber er wird dadurch besser leben können, weil seine Arbeit produktiver wird. Da diese arbeitende Bevölkerung definitionsmäßig nicht über diese Güter des reproduktiven Konsums verfügt, muß sie sich diese anschaffen und hat keinen anderen Weg, als sie zu leihen, unter der Bedingung, sie einschließlich eines Zinses zurückzugeben. Das Verhältnis zwischen dem Angebot an realen Kapitalsubstraten und dem Angebot an Arbeit, die eine Nachfrage nach Löhnen und Gehältern durch die arbeitende Bevölkerung bewirkt, um die für deren Unterhalt benötigten Konsumgüter bereitzustellen, was letzten Endes die Nachfrage nach den realen Kapitalsubstraten bildet, bestimmt den „natürlichen" Zins als Preis, den die Arbeiter bereit sind, für den Vorschuß ihrer Lebensmittel zu zahlen. Die Höhe des betreffenden Zinssatzes wird durch den Bedarf der Bevölkerung (d.h. Arbeitsangebot), die Höhe des durch kapitalistische Produktionsmethoden erzielten Mehrwertes und durch die zur Verfügung stehende Menge an naturalen Kapitalsubstraten bestimmt, ohne Einsetzen des Geldes.

Wichtig ist, daß die beiden Zinssätze, der „Naturalzins" und der „Geldzins" sich decken. Normalerweise müßten sie übereinstimmen, denn der Geldzins ist nichts anderes als ein Reflex des Realzinses. Wenn eine Diskrepanz zwischen den beiden entsteht, müssen

größere Störungen in der Wirtschaft eintreten (1).

Ein Beispiel möge es erläutern, das Beispiel mit der Wirtschaft des Robinson. Wir wollen ihn mit 50 Broten und einer Säge versehen, und damit schickt er sich an, ein Boot zu bauen. Wenn er die Pläne für ein großes Boot entwirft, wofür 100 Tage Arbeit gleich 100 Broten und 2 Sägen nötig sind, muß dieser Bau seine Wirtschaft gefährden. Am 51. Tage wird Robinson kein Brot und keine Säge mehr haben, er muß sich die beiden Güter wieder anschaffen, und es ist leicht möglich, daß der unfertige Bau vom Regen und Sturm zerstört wird. Das Kapital geht verloren, weil Robinson einen im Verhältnis zu seinem Produktionsmittel-Vorrat zu langen Produktionsprozeß eingeschlagen hat. Die Folgen brauchen nicht immer so verheerend zu sein. Wenn der Bau 52 Tage dauert, bis das Boot brauchbar ist, kann vom 40sten Tage ab das Brot rationiert werden oder kann Robinson vielleicht einen Tag mit leerem Magen arbeiten.

Wenn in der Wirtschaft der Geldzins unter den natürlichen Zins fällt, wird ein Kapital vorgetäuscht, das es in der Wirklichkeit nicht gibt. Die Unternehmer richten sich nach dieser Lage und versuchen das Kapital auszunutzen. Sie schlagen neuere Produktionsumwege ein und längere, als sie es getan hätten, wenn sie den Zustand richtig gekannt hätten. Die Durchschnittslänge der Produktionsprozesse wird über das Maß dessen, was die Wirtschaft ertragen kann, ausgedehnt, und ähnlich wie in der Wirtschaft des Robinson entsteht ein Defizit in der Versorgung mit Konsumgütern. Die Wirtschaft ist dagegen mit Produktionsmitteln aller Art belastet, die mit Verlust liquidiert werden sollen.

Das Gegenteil ist zu beobachten, wenn der Geldzins über dem natürlichen Zinssatz steht. Die Produktionsumwege bleiben im Durchschnitt kürzer als die Wirtschaft es erlaubt. Eine solche Wirtschaft weiß nicht, sich aller ihrer Mittel zu bedienen und läßt einen Teil ihres Vermögens brach liegen. Wie ein Kaufmann, der es nicht versteht, seinen Kredit zu

---

1) Budge, S. 120.

benutzen, entwickelt sie sich langsamer, als sie es könnte, und ihr ganzes Schicksal leidet darunter. Wenn wir es in die Wirtschaft Robinsons übertragen, müssen wir uns vorstellen, daß er ein schlechtes kleines Boot baut, das ihn nur 40 Tage in Anspruch nimmt. Die 10 übrigbleibenden Brote kann er nur zu weniger nützlichen Zwecken bestimmen, als zu dem Bau eines guten Bootes.

Man sieht, wie wichtig also eine Übereinstimmung des Geldzinses mit dem natürlichen Zins ist. Sie bestimmt, was Böhm-Bawerk die „Staffelung der Produktion" (1) nannte und verursacht in der Wirtschaft starke Störungen, wenn brutale bzw. künstliche Veränderungen in dieser „Staffelung der Produktion" hervorgerufen werden. Wenn wir den Kreislaufgedanken wieder aufnehmen dürfen, verursacht das Auseinanderklaffen der beiden Zinssätze Verschiebungen in dem Rhythmus des Umschlags von Konsumgütern in Produktionsgüter und umgekehrt. Die unbegründete Verlängerung der Umschlagsdauer muß zuerst eine gewisse Lehre mit sich bringen.

Das Zusammenfallen des natürlichen und des Geldzinses kann durch Anpassung dieses an jenen geschehen, und zwar durch Anpassung der Geldmenge zu den realen Kapitalsubstraten, gleich Realeinkommen. Die Geldmenge im Umlauf wird von den Banken bestimmt.

Wir kommen zu gleichen Ergebnissen, was die Preise anbelangt, deren Stabilität erstrebenswert ist.

Die Preise werden durch die Quantitätstheorie gemessen, die „die Grundgleichung der Geldtheorie" gibt. Sie ist in einer modernen und entwickelten Form von Irving Fischer aufgestellt worden (2).

$$g\,u + g'\,u' = \sum(p \cdot Q)$$

worin g und g' der Durchschnittsbetrag des in der Volkswirtschaft während des Jahres im Umlauf befindlichen Notal- und Giral-Geldes,

u und u' die Umlaufsgeschwindigkeit der betref-

---

1) Böhm-Bawerk = Positive Theorie des Kapitals III. Insbruck 1909 S.525.

2) Irving Fischer, Die Kaufkraft des Geldes. Dtsch. Übersetzg. Jena 1922, S.21 und 39.

fenden Geldarten,

Q die gekaufte Quantität an Gütern aller Art,

p der jeweilige Preis bedeutet.

So wie Fischer seine Gleichung formuliert, indem er ununterschiedlich alle Kaufgeschäfte unter $\Sigma(p.Q)$ mit einbezieht, bildet sie „in dieser ursprünglichen und einfachsten Form eine Tautologie, die keines Beweises und keiner Verifizierung bedürftig und keiner Widerlegung fähig ist, denn auch auf der linken Seite der Gleichung steht nichts anderes als die Summe der Umsätze von Waren gegen Geld" (1). Wir ziehen vor, sie wie Neißer zu schreiben

$$g\,u + g'\,u' = P\,M \quad (1)$$

wobei P das durchschnittliche Preisniveau in der Wirtschaft und

M die jährliche (nach Neißer) produzierte Gütermenge - das Netto- oder Sozialprodukt - bedeutet. „Das Sozialprodukt einer isolierten Volkswirtschaft.. besteht aus allen materiellen und immateriellen Genußgütern, die in einer Wirtschaftsperiode zur Konsumtion bereitgestellt werden, die Abnützungsquoten dauerbarer Güter mit eingeschlossen" (2). Wir wollen uns hier nicht mit der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes beschäftigen, die ein Problem für sich bildet und das wir als geklärt annehmen (3). „Die Theorie der Schwankungen der Relation g : g'ist identisch mit der Theorie des Bankwesens überhaupt" (4). Die Geldmenge im Umlauf in der Wirtschaft wird unter Voraussetzung eines gleichbleibenden Preisniveaus von der Sozialproduktmenge bestimmt und nicht von der Menge aller in der Wirtschaft während der betreffen-

---

1) Neißer. Der Tauschwert des Geldes. Jena 1928,S.2.
2) Schumpeter, Das Sozialprodukt.....Arch.f.Soz.Wiss. Bd.44, S.631.
3) Siehe besonders Irving Fischer, Die Kaufkraft des Geldes, Leipzig. 1922.
Neißer, Der Tauschwert....Jena 1928.
Schumpeter, Sozialprodukt...., Arch.f.Soz.Wiss. Bd.44 S.667/671.
4) Neißer, Der Tauschwert..... Jena 1928, S. 51.

den Periode stattfindenden Kauf- und Verkaufgeschäfte aller Art. Die Fischer'sche Formel entspricht unserem Schema S. 58. Wenn am Ende der Periode die Produktionsgüter ihren Umschlag beendet haben. Wir haben aber gesehen, daß wir zu dem Schema S. 60 greifen müssen, weil wir stets mitten im unbeendeten Produktionsprozeß stehen.

Mit unseren damaligen Bezeichnungen war die Geldmenge wirklich im Umlauf nicht 10 sondern die jeweilige Summe 1, die dem Umschlag der jeweiligen Periode entspricht.

Der Rest - die übrigen 9, die nicht im Umlauf sind - entspricht den Anlagen der Wirtschaft und bildet das Objekt des Kapitalmarktes im Sinne der Praxis. Die Bestandteile dieser Gütermenge zirkulieren unter den „Kapitalisten", die sie austauschen. Die Arbeiter - als rein theoretisch abstrakter Begriff - gelangen nicht in diesen Kreis. Diese Bestandteile setzen sich zusammen aus Häusern, Fabriken, Äckern, Schiffen.... und den Wertpapieren (Aktien, Obligationen... Eigentumsurkunden...), die sie formal vertreten. Man kann eine Fabrik erwerben, indem man sie entweder direkt von der Gesellschaft kauft, die sich dann anderswo niederläßt oder auflöst, oder indem man die Aktien der Gesellschaft aufkauft. Der Austausch der Wirtschaftsanlagen unter den Kapitalisten erfolgt durch Kauf und Verkauf, d.h. mit dem Zwischenglied Geld.

Wenn das Geld, das dazu gebraucht wird, sich schon im Umlauf befindet, und auf Grund des Gesellschaftseinkommens in Umlauf gebracht wurde, ist das Gleichgewicht zwischen Geld und Güterwelt gewahrt. Die Tauschgeschäfte auf dem Kapitalmarkt absorbieren kein Geld, nur bewirken sie technisch eine gewisse Verlangsamung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, die den Geldmarkt erschwert und praktisch durch eine Erhöhung des Umlaufs an dem betreffenden Tage kompensiert wird. Die neuen Anlagegeschäfte erfolgen mit Spargeldern, diese Geldsummen vergegenständlichen gesparte Konsumgüter - also einen Teil des Realeinkommens -.

Wenn das Geld für die neuen Anlagegeschäfte nicht schon im Umlauf war, sondern ad hoc kreiert wird -

d.h. wenn die Bank Wertpapiere kauft, Hypotheken gewährt.... - kommen diese Gelder nicht von dem Geldmarkt, um dorthin zurückzukehren, sie werden aber dorthin fließen und sich auf die Preise und auf den Geldzins auswirken. Entgegenstehende Wirkungen sind zu verzeichnen, wenn das Geld nicht kreiert, sondern vernichtet wird gegen Herausgabe von Wertpapieren (open-market-policy).

Wenn wir zu unserem letzten Schema zurückkommen, müssen wir sagen, daß wir das erste Jahr oder die erste Wirtschaftsperiode in dieser Form nie erlebt haben, weil unsere Wirtschaft - im Gegensatz zu einer Kolonieerschließung - ihre Reserven selbst gebildet hat. Wir kennen nur die Wirtschaftsperiode 2, 3, 4... und alles geschieht, als ob die Wirtschaft anstatt einer gegebenen Geldmenge (10) eine unendliche virtuelle Geldreserve zur Verfügung hätte, und die Banken nach dem Bedarf des Umlaufs nur einen Teil davon verwirklichen und zirkulieren lassen. Nur diesen Anteil sehen wir. Die unendliche Reserve ist der Kredit.

Das Problem, die Geldmenge im Verhältnis zu der Umschlagsbewegung der Wirtschaft zu halten, ist verhältnismäßig einfach in einer Wirtschaft, deren Währung eine Knappheitswährung ist, wenn man einen guten Preisindex hat. Diese Währung behält ihren Wert dadurch, daß die Knappheit bei der Ausgabe seitens einer einzigen Stelle gewährleistet wird.

Diese Anpassung zu der Entwicklung der Wirtschaft ist dagegen quasi unmöglich in einer Wirtschaft, deren Währung ein reales Gut ist: Das Geld z.B., dessen Menge verhältnismäßig sehr langsam wächst und dessen Produktion mit bestimmten Produktionskosten verknüpft ist. Dieses Gut ist weder ausdehnbar noch elastisch. Die modernen Geldsysteme verdanken ihre Elastizität der Einführung eines Geldsurrogatsystems, das auf dem Kredit basiert. Der Kredit hat nämlich die Eigenschaft, daß er zurückbezahlt werden soll, und so kann leicht der Überschuß der in Umlauf gebrachten Zahlungsmittelmenge aus dem Verkehr zurückgenommen werden. Die Schuld wird fällig, der Kredit wird zurückbezahlt, und wenn ein neuer Kredit nicht eingeräumt wird, der den ersten ersetzt, wird der gesamte Geld-

umlauf endgültig reduziert. Der kurzfristige Kredit setzt die Geldschöpfungsstellen in die Lage, den Gesamtumlauf dauernd zu kontrollieren und ermöglicht die stetige Anpassung des Geldes nach oben und nach unten an das Sozialeinkommen.

Ein Teil des Geldes besteht aus Golddepositzertifikaten, das sind die von der Zentralbank ausgegebenen Banknoten und Kontengutschriften bei ihr auf Grund von Golddepositen; der andere Teil, der größte, besteht aus der Kreditschöpfung der Banken, sowohl der Zentralbank wie der anderen Kreditinstitute.

Eine Vorfrage (1) ist die, ob das Geld aus den Banknoten allein besteht, oder ob man noch die Bankguthaben dazu rechnen soll. Die Frage ist heute im allgemeinen eindeutig beantwortet. Ch. Rist schreibt: „Economiquement billet de banque et compte courant créditeur s'équivalent, ils naissent l'un et l'autre à l'occasion soit d'une ouverture de crédit, soit d'un dépot de numéraire. Au bilan le portefeuille, les avances et l'encaisse forment la contrepartie essentielle de l'un comme de l'autre. Ils constatent l'un et l'autre soit un simple versement, soit un emprunt réciproque de la banque au public et du public à la banque. Ils constituent l'un et l'autre l' engagement pour la banque, d'avoir à payer en or ou en monnaie légale, soit le montant du crédit, soit la somme inscrite sur le billet. Ils circulent avec la même facilité: l'un, le billet à la main; l'autre, le crédit de banque, de compte à compte par l'intermédiaire du chèque" (2).

Ähnlich schreibt Ansiaux: „L'émission (von Banknoten) est une autre forme, non une autre nature de crédit que le dépot" (3), und er erwähnt die Amerika-

---

1) Wir haben sie als beantwortet angenommen, als wir uns zu der Fischer'schen Gleichung bekannt haben.
2) Withers, Qu'est ce que la monnaie? Einführung, S. XIV.
3) Revue d' Economie politique. 1912. Unité du crédit à court terme sous la variété de ses formes.

ner: Seligmann, Fischer, Taussig. Man kann heute sagen, daß die Bankingtheorie (1) gegen die Currencytheorie ihre Nebenthese, daß das Buchgeld der Banken mit den Noten wesensgleich sei, durchgesetzt hat. Es wird endlich anerkannt, nicht nur, daß der Kaufmann, der RM 100.000.- auf seinem Konto hat und sie durch Scheck überweist, um gekaufte Waren zu zahlen, sie so gut bezahlt hat wie durch Überreichung eines Bündels Banknoten, sondern auch, daß diese Geldart denselben Einfluß auf die Preise ausübt wie die Banknoten und infolgedessen hinzugerechnet werden soll, um den Gesamtumlauf zu erfassen.

Wichtiger ist heute die Frage nach der Herkunft der Depositen, d.h. also des Geldes. Wer schafft das Geld? Zuerst möchten wir der unserer entgegenstehenden Meinung Rechnung tragen. Sie ist am stärksten in der jüngsten Zeit in dem Buch von Bouniatian (2) „crédit et conjoncture" verteidigt.

Diese These beruht auf der in dem Milieu der Bankpraktiker von je geltenden Auffassung. „Eine Kreditbank kann nur so weit Kredit geben, als sie Einlagen erhält..... sie kann darüber hinaus in engen Grenzen durch Girodeposit ihren Wirkungskreis erweitern ...." (3). Die Banken schaffen also nichts von sich heraus, sie sind nur Durchgangsstellen für das Geld.

Für Bouniatian wäre die Kreditschöpfung durch die Banken ein rein technisches Phänomen. Die Banken können nur leihen, was sie bekommen haben.

Bouniatian nimmt an, daß die Banken sich am Anfang

---

1) Keynes, Vom Geld, S.49.
Adolf Wagner, Die Geld- und Kredittheorie des Peelschen Bankakt. 1862.
Adolf Weber, Allg.Volksw.Lehre, München, 1930, S. 416-47.
Hawtrey, Währung und Kredit, Jena 1926.
Wicksell, Vorlesungen über Theor.Nat.Ök. Jena 1922, Bd.II, S.191.
Hahn, Geld und Kredit, Tübingen 1924, S.361.

2) Bouniatian, crédit et conjoncture, Paris 1933, S. 31.

3) Somary, Bankpolitik, Tübingen, 1930, S. 60.

einer Konjunktur bei der Notenbank 2 Millionen in Form von Banknoten leihen, und daß die erste Million durch den vergrößerten Geschäftsumfang im Verkehr bleiben soll. Was kann mit der zweiten geschehen? Auf der Basis dieser Millionenliquidität sollen nach der entgegengesetzten Ansicht die Banken 4 Millionen Kredit „schöpfen" können und Bouniatian will zeigen, daß der Vorgang, der zu 4 Millionen führt, ein rein technischer ist. Die 2. Million wird in bar von den Banken geliehen, und da die Zirkulation „saturiert" ist, kehrt sie zu den Banken zurück und schafft 1 Million Depositen. Danach können die Banken 3/4 Millionen ausleihen und behalten 1/4 zum Liquiditätszweck in der Kasse. Die 3/4 Millionen kehren aus demselben Grund wie die erste Million zu den Banken zurück und schaffen noch Depositen. Das Verfahren geht weiter, indem die Bank noch 3/4 der letztens zurückgekehrten 3/4 ausleiht. Am Ende ist die ganze Million bei der Bank und dient als Liquiditätsreserve für die neuen 4 Millionen Depositen. Auf den zuerst auffallenden Einwand, daß die Zahlungen heute doch nicht bar stattfinden, sondern mittels Schecks, antwortet Bouniatian mit knapp 6 1/2 Zeilen:

„Le résultat aurait d'ailleurs été le même si les emprunteurs, sachant que la circulation monétaire ne demande pas une augmentation de numéraire et qu'ils peuvent tout aussi bien effectuer leurs paiements au moyen de chéques avaient versé à leur compte-courant les sommes empruntées pour en disposer par chéques".(1)

Man muß zuerst diese Auffassung als vollständig im Banne der Banking-Theorie bezeichnen. Diese (2) sieht das Preisniveau als Bestimmungsgrund des Umlaufs an und stellt sich den Umlauf als „saturierbar" vor. Alles was darüber in den Verkehr gelangt, muß zu den Banken zurück. Die Arbeiten der ganzen modernen ökonomischen Wissenschaft neigen im Gegensatz dazu, die Ricardianische Lehre zu unterstützen und m.E. können wir uns ihr anschließen.

Ein anderes Argument könnte gegen die Theorie

---

1) Bouniatian, S. 32.
2) Siehe die vorher angegebenen Autoren.

Bouniatian erhoben werden, daß die Banken anstatt bar zu leihen - und das hätten sie heute bestimmt getan - Kontokorrentkredite einräumen können und diese auf 4 Millionen bringen, wenn man einmal bemerkt hätte, daß sie zu keinem zusätzlichen Verlangen nach Bargeld führen, dagegen antwortet Bouniatian, daß es sich lediglich um „un changement de forme dans l'ouverture des crédits ou dans la constitution des dépôts" (1) handele. Es ist keine nebensächliche Formänderung, sondern im Gegenteil die ganze Erscheinung der modernen Kreditschöpfung, wobei die Banken prinzipiell vollständig frei von jedem Kassenstand sind - ob sie praktisch durch Liquiditätserwägungen gebunden sind, ist eine andere Frage. Wir werden uns bald mit diesem Punkt der Frage näher beschäftigen.

Es sei aber jetzt schon festgestellt, daß diese Auffassung Bouniatians sicher für einen Teil - einen kleinen Teil - des Verkehrs wahr ist. Es muß aber darauf hingewiesen werden, daß die Theorie von Bouniatian für den Fall Frankreichs wichtiger ist als für viele andere Länder, da der Notenumlauf in Frankreich besonders hoch ist.

3. 11. 33 82.194 Millionen fr.
2. 11. 34 81.015 " "

Zahlungsverkehr und Bankbetrieb Heft 9 Sept.1931 S.157 gibt eine Tabelle für den „Geldumlauf (Noten, Gold- und Scheidemünzen) je Kopf der Bevölkerung" Durchschnitt 1929, wonach Frankreich die größte Zahl aufweist.

Frankreich	262.25 RM (2)	je Kopf der Bevölkerung
Schweiz	251.13 "	
Niederlande	214.61 "	
Großbritannien	205.91 "	
Belgien	199.69 "	
Ver. Staaten	164.53 ",	

während Deutschland mit einem Stück-Geldumlauf von etwa 93 RM pro Kopf der Bevölkerung erst in weitem

---

1) Bouniatian, S. 33.
2) Diese Noten sind allerdings in Frankreich, wie wir sehen werden, nicht alle im Verkehr, sondern zum großen Teil thesaurisiert.

Abstand folgt.

Man muß sich also darüber klar sein, daß nur ein Teil der Depositen „echte" Depositen sind, denn es steht fest, daß ganze Geschäftszyklen, wie die Börsenumsätze z.B. sich ohne die geringste Notenbewegung abwickeln.

Die Entstehung des größten Teiles des Geldes im Umlauf müssen wir dem Kredit zuschreiben und zwar der Kreditschöpfung der Banken (1).

Keynes (2) sagt uns, daß in den Vereinigten Staaten, wo die Statistiken am weitesten entwickelt sind, das Verhältnis vom Geld zur Gesamtmenge an Zahlungsmitteln 1919 17 %
und 1926 13 %
betrug. Für Frankreich haben wir keine Angaben dieser Art. Für Deutschland waren Ende November 1934 die Bargeldmenge auf 5 3/4 Mild.RM und die Buchgeldmenge auf 9 1/2 Mild.RM geschätzt (3). Es liegen auch Schätzungen der Umsatzziffern in Deutschland für das Jahr 1928 vor: (4)

Bargeldumsätze etwa 150 Milliarden RM.
Bargeldlose " " 1750 " "

---

1) Irving Fischer, Die Kaufkraft.....Jena 1922, S.10-11.
Hawtrey, Währung u.Kredit. Jena 1923.
Withers, Qu'est ce que la monnaie. Paris 1925.
Mises, Theorie des Geldes.... 2, 1924,
Hahn, Volkswirtschaftl. Theorie d. Bankkredits. 1920, S.24.
Menger, Jahrbücher f.Nat.Ökonomie, 1888.
Ansiaux, L'unité du crédit sous la variété de ses formes. Revue d'Econ. Pol. 1912.

2) Keynes, Vom Geld, München, 1932 S.25. Die Zahlen f.Kassendepositen hat er aus Mitchells Business Cycles S.126 u. die für das außerhalb der Banken umlaufende Geld aus der Review of economics statistics. Juli 1927, S.136.

3) Wrede, Problem d.unbaren Zahlungsverk.D.nat.Wirtschaft 1935, S.109, 110.

4) Marschak, Größenordnung des deutschen Geldsystems, Archiv für Sozwiss. 1932, S.365 ff.

Schumpeter schrieb schon früher (1) „wer wollte auch die Tatsache leugnen, daß... vielleicht drei Viertel der Bankdepositen einfach auf Gutschriften beruhen.."

Nehmen wir an, daß der Kunde X Rohstoffe kaufen will, um sie zu verarbeiten und weiter zu verkaufen. Dazu läßt er sich von der Bank A einen Kredit eröffnen. Nach dem Gebrauch der franz. Banken erscheint noch nichts in der Buchhaltung und in der Bilanz. Notiz davon wird außerhalb der Buchhaltung genommen. Allein und erst die Inanspruchnahme des Kredits gibt Anlaß, das Konto des Kunden zu belasten (2). Der Kun-

---

1) Theorie d.wirtsch. Entwickl. Mch. u.Lpz. 1912, S. 203.

2) Bei den angelsächsischen Ländern ist das buchhalterische Verfahren nicht das gleiche wie bei den europäischen kontinentalen Banken, aber das Ergebnis ist das Gleiche.
Bei den angelsächsischen Ländern schreibt die Bank das Kundenkonto - dabei muß man sogar bedenken, daß die betreffenden Banken ihre Buchhaltung genau umgekehrt, aktiv rechts und passiv links, von der Art der Banken auf dem europäischen Festland führen - am Tag der Krediteinräumung für den Betrag des Kredits gut. (Reisch, Zeitschr.f.Nat.Ökonomie, 1930,Bd.I). Bei den franz., deutschen, italienischen Banken kommt in der Bilanz die Krediteinräumung am Tage ihrer Einräumung nicht zum Ausdruck. Erst am Tage der Kreditinanspruchnahme wird die Bilanz entsprechend der bezahlten Summe modifiziert.
Der Unterschied in der Buchungsmethode, der ganz harmlos ist, zieht interessante Folgen nach sich. So überflügeln die ausgewiesenen Depositensummen der angelsächsischen Banken die entsprechenden Angaben der deutschen und französischen Banken. Wenn unsere Banken unter der Zahl ihrer Depositen auch die eröffneten, aber nicht in Anspruch genommenen Kredite rechnen würden, würden sie auch astronomische Zahlen erreichen. Es ist allgemein bekannt, daß sehr viele Kaufleute die Gewohnheit haben, sich von der Bank größere Kredite eröffnen zu lassen,

de X kauft die Ware und zahlt in einem Scheck auf die Bank, die den Kredit eröffnet. Der Verkäufer der Ware, Y, aber gibt den Scheck, zwecks Inkasso, seiner Bank B. Die Bilanzen der beiden Banken weisen folgende Neuerungen auf, die sich den früheren Posten hinzufügen:

Bank A. Bilanz		Bank B. Bilanz	
Kunde X 100	Bk.B. 100	Bk.A. 100	Kunde Y 100

Wenn die Bank A als Deckung für den Kredit Wechsel haben will, ist wenig Unterschied zu verzeichnen.

Bank A. Bilanz		Bank B. Bilanz	
Wechsel-portef. 100	Kunde X 100		
Kunde X 100	Bk.B. 100	Bk.A. 100	Kunde Y 100

In diesem Falle erhält die Bank A eine Forderung auf Frist in Form von Wechseln gegen ihren Kunden X - faktisch gegen den Akzeptant als Hauptverpflichteter - und belastet sich mit einer fälligen Schuld zu Gun-

---

als sie sie voraussichtlich gebrauchen werden; sie betrachten es als eine Reklame für ihr Geschäft und als Sicherheit für alle Fälle. Die Provision für Krediteinräumung hat gerade zum Zweck, diese Kredite zu verdrängen, denn es ist immer möglich, daß sie in Anspruch genommen werden - stets in ungünstigen Zeiten, in Krisenzeiten - und sie hemmen die Bewegungsfreiheit der Bank. Ohne die Provision für Krediteinräumung würde diese Last ohne Gegenleistung auf der Bank ruhen.

Die zweite Folge ist, daß, wer sich bei einer angelsächsischen Bank einen Kredit eröffnen läßt, Zinsen für ein „Deposit" erhalten soll, das kein Deposit ist. Man muß dem Rechnung tragen, um sowohl Zinsen wie Provision für Krediteinräumung auf den verschiedenen Plätzen richtig beurteilen zu können.

Eine dritte Folge ist, daß die Technik, wie sie den englischen und amerikanischen Wissenschaftlern dargeboten ist, sie leichter zu einer Auffassung der modernen Geldschöpfung der Banken führte. Unsere buchhalterische Technik verbirgt den ganzen Vorgang.

sten des Kunden (1).

In dem ersten Falle erscheint diese gegenseitige Verpflichtung auf verschiedene Fristigkeit in der Bilanz nicht.

Auf jeden Fall sind diese Buchungen von allen denen, die vorher oder nachher stattfinden werden, vollständig unabhängig; im besonderen sind sie von jedem vorherigen Banknotendeposit unabhängig. Das ist eine Erscheinung der Geldschöpfung und der Geldzirkulation.

Der Verkäufer Y betrachtet sich als endgültig bezahlt, wenn seine Bank ihm mitteilt, daß die Überweisung auf sein Konto stattgefunden hat, und wenn seine Bank B zahlungsunfähig werden würde, käme er niemals auf den Gedanken, eine zweite Zahlung zu verlangen. Er kümmert sich nicht um die Herkunft des Guthabens, worüber der Käufer X verfügt, ob es durch Krediteinräumung der Bank A oder durch Banknotendepositen entstand, ist ihm gleichgültig.

Die Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, die eines der vornehmsten Ziele der neuen deutschen Regierung ist, bringt ein besonders einleuchtendes Beispiel (2), wie sehr der Kreditapparat im ganzen und wie verhältnismäßig wenig die Notenbank die eigentliche Quelle der benötigten Kreditmenge ist. Es genügte, daß die Reichsbank Rediskontzusagen gab, um den deutschen Kreditapparat zu beachtlichen Leistungen in der Finanzierung der Wirtschaftsbelebung zu befähigen;

---

1) Siehe besonders Hawtrey, Währung und Kredit. Jena 1923, S.20.

2) Keynes bringt ein anderes Beispiel. Er spricht von den Facilitäten, welche die englischen Banken während des Krieges den Zeichnern von Staatsanleihen gewährt haben, um diese zu einer umfangreicheren Aufnahme zu veranlassen und fährt fort: „Niemand hat, wie ich glaube, zu jener Zeit bemerkt, daß dieser Vorgang zu einem mächtigen Werkzeug der Inflation werden konnte". (Keynes, Vom Geld, Deutsche Übersetzung, 1932, S.303).
Die Banken können also, ohne die Zentralbank, Geld schaffen, ein Geld sogar, das eine Inflation herbeiführen kann.

nur zu einem kleinen Teil hat die Reichsbank durch Vermehrung ihrer eigenen Ausleihungen materiell zur Finanzierung beigetragen.

Ein anderes Beispiel können wir in der jüngsten Zeit schweizer Verhältnissen entnehmen. Das Jahr 1934 war für die Schweizerischen Banken nicht günstig (Volksbank, Diskontbank, Bank Guyerzeller). Die Folge war eine zunehmende Abstoßung von Bankaktien und parallel damit eine Nichterneuerung von fällig werdenden Kassa-Obligationen. Beides nahm die Mobilisierungskräfte und die flüssigen Mittel, wie schon die Quartalsausweise belegen, sehr stark in Anspruch. „Der größte Teil des laufend immer wieder an den Markt kommenden Angebots in einzelnen Bankwerten wurde von den Instituten selbst oder ihre Beauftragten aufgenommen." „Bereits vor der Jahreswende 1934-35 dürfte dann unter den meist betroffenen Instituten Verabredungen dahin getroffen worden sein, die aus begreiflichen Prestige-Erwägungen vorgenommenen Kursstützungen zunächst langsam und von einem noch festzulegenden Zeitpunkt ab - als welchen man die Bilanz-Veröffentlichung ins Auge faßte - ganz einzustellen... Bei der Baseler Handelsbank scheinen dann aber die Erwägungen des Verwaltungsrates über den Umfang der schon festgelegten Mittel und noch zu erwartenden Anspannungen dazu geführt zu haben, allein vorzugehen und die Bilanzveröffentlichung nicht abzuwarten. Wie man nachträglich erfährt, hat das Institut (B.H.Bank) es unterlassen, die übrigen Banken zu unterrichten, um ihnen entsprechende Maßnahmen für ihre eigene Kurspflege zu ermöglichen". Die Folge wurde eine starke Baisse an den schweizerischen Börsen (1).

So sehen wir die Schweizerischen Handelsbanken, obwohl ihre Liquiditätsmittel verschwunden sind, ohne Hilfe der Zentralbank, Kurspflege betreiben, d.h. Geld schaffen dadurch, daß sie sich zusammen tun, um ihre Liquidität weiter sinken zu lassen, ohne gegenseitiges Mißtrauen zu erwecken.

Welches ist die ökonomische Bedeutung der beiden ersten Bilanzen? (S.75) Der Verkäufer Y hat Waren -

---

1) Frankf.Ztg. 24.1.35.

bzw. Güter - in die Wirtschaft gebracht und erhält dafür einen Forderungstitel gegen eine Bank. Dagegen nimmt sich der Käufer X Güter aus der Wirtschaft und wird von der Bank für denselben Wert belastet.

Man könnte so gut die Banken ausschalten und es würde nur eine Forderung des Waren-Güter-Lieferanten Y gegen den Abnehmer X bestehen bleiben. Die Banken sind nur als Bindeglied da, um ein Vertrauen herzustellen, das sonst zwischen Käufer und Verkäufer nicht allgemein herrscht. Die Banken sind also Vertrauensschöpfungsstellen, um den Verkehr zwischen Verkäufer und Käufer zu ermöglichen (1). Ihre Forderungen, die auf Währung lauten, sind Geldsurrogat und dienen wie Geld dem Verkehr (2) (bzw. dem Sparen (3)).

Die forderungsartige Bindung zwischen Verkäufer und Käufer wird so lange bestehen, wie X die Ware bzw. das Gut behält. Die Kette der Bindeglieder schließt sich von selbst wieder. X kauft Waren, um sie nach einiger Zeit in demselben Zustande oder nach Verarbeitung weiter zu verkaufen. Der Arbeiter kauft Konsumgüter und „verkauft" seine Arbeitsleistung. Wenn wir vorläufig, der Einfachheit halber, annehmen, daß gerade der frühere Verkäufer Y das von X mit den früheren Rohstoffen hergestellte Produkt zurückkauft - und zwar für denselben Preis - (4), sehen die 2 Bankbilanzen wie folgt aus:

---

1) Hawtrey, Währung und Kredit. Jena 1926, S. 25.

2) „1) Umtauschmittel, das vorläufig von jedermann für die am Markt befindliche Ware angenommen wird.
2) Rechenhilfsmittel, das die verschiedenartige wirtschaftliche Bedeutung der am Markt befindlichen Waren für die Bedürfnisbefriedigung als tertium comparationis auf einen einheitlichen Nenner zurückführt.
Alles, was diese beiden Aufgaben erfüllt, nennen wir Geld"
Adolf Weber, Allgem.Volkswirts.Lehre, München 1930, S. 349.

3) siehe später „Sparen" im Kapitel „Banken".

4) Der Unterschied ist der Gewinn oder Verlust und bleibt als Saldo.

Bank A				Bank B			
Kunde X	~~100~~	Bk.B.	~~100~~	Bk.A.	~~100~~	Kunde Y	~~100~~
Bk.B.	~~100~~	Kunde X	~~100~~	Kunde Y	~~100~~	Bk.A.	~~100~~

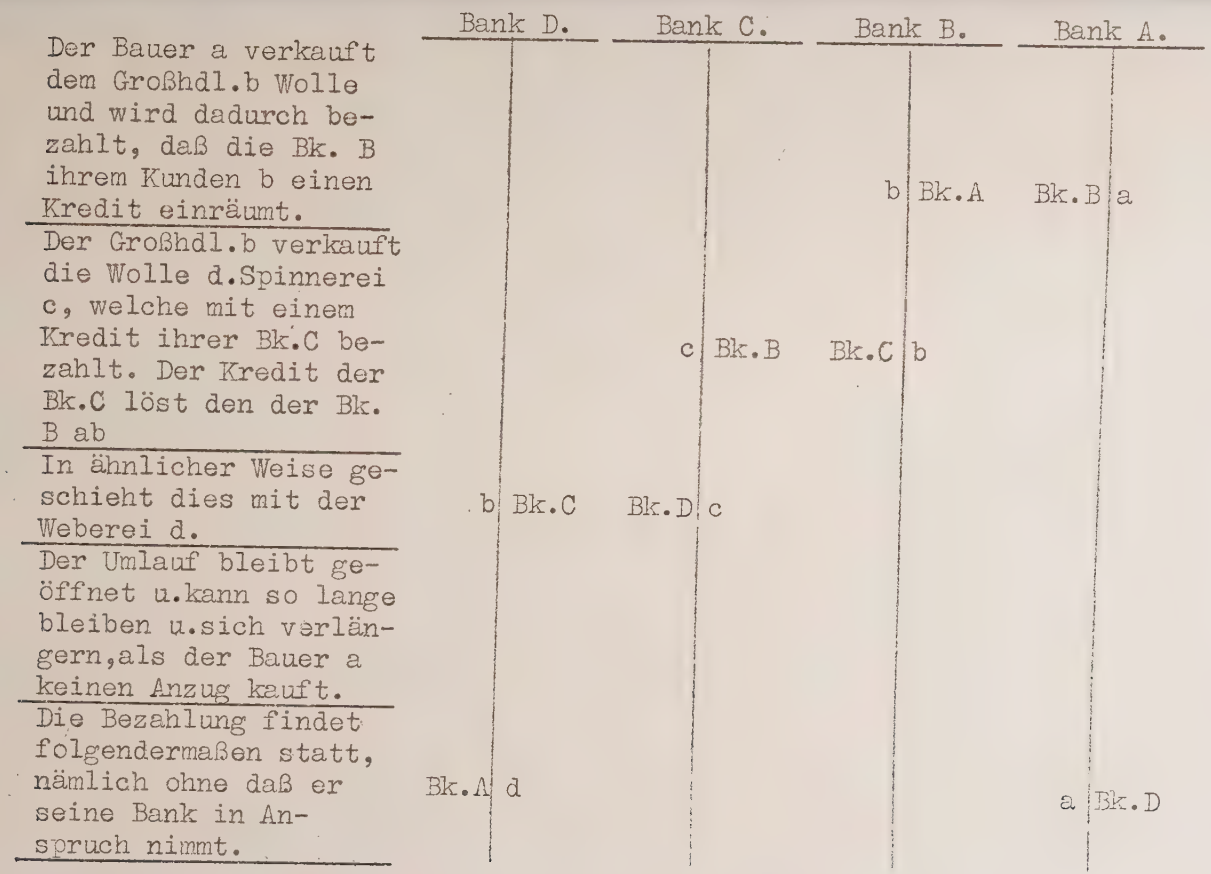
In Wirklichkeit sind die wirtschaftlichen Beziehungen komplizierter: sie umfassen mehr als 2 vertragsschließende Parteien. Der Züchter verkauft seine Wolle dem Großhändler, der sie der Spinnerei verkauft. In Form von Garn wird sie der Weberei geliefert usw..... Und der Züchter kauft seine Wolle als Anzug zurück. Zwischen der ganzen Kette von Landwirt, großen und kleinen Kaufleuten, Industriellen beobachtet man bei ihren Banken eine Geldströmung in der umgekehrten Richtung wie die der Warengüter und Dienstleistungen.

Zwischen den Bankkunden a, b, c und d, die als Bankverbindung jeweils A B C und D haben, beobachtet man folgenden Umlauf. (s.n.Seite.)

Gewiß wird der Bauer nicht seine ganze Wolle in Form von Anzügen zurückkaufen. Er hat in die Wirtschaft die Wolle als einen bestimmten Wert gebracht, er nimmt ihn in den verschiedensten Formen zurück. Was uns hier interessiert, ist die monetäre Erscheinung. Von diesem Standpunkt aus befinden sich in der Wirtschaft unzählige ähnliche Umläufe, die sich verwickeln, sich aber ergänzen, um einen in sich selbst geschlossenen Kreislauf zu bilden. Denn in der Gesamtwirtschaft kann überhaupt nicht mehr gekauft, als verkauft und nicht mehr konsumiert, als produziert werden.

Dieser Zahlungskreislauf ist von dem Notenkreislauf und von den Barzahlungen vollständig unabhängig. Er kann sehr wohl eine Barzahlung einschließen. Das Bild würde folgendermaßen aussehen, wenn d an c in bar bezahlt hätte:

	Bk.D.		Bk.C.		Bk.B.		Bk.A.	
Barzahlung von d, der bei seiner Bank Banknoten holt u. sie dem c, bzw. seiner Bank C übergibt						b	Bk.A	Bk.B	a
			c	Bk.B					
					Bk.C	b			
	d		c						
	Bk.A	d						a	Bk.D


Bank D.
Bank C.
Bank B.
Bank A.
Der Bauer a verkauft dem Großhdl.b Wolle und wird dadurch bezahlt, daß die Bk. B ihrem Kunden b einen Kredit einräumt.
b Bk.A
Bk.B a
Der Großhdl.b verkauft die Wolle d.Spinnerei c, welche mit einem Kredit ihrer Bk.C bezahlt. Der Kredit der Bk.C löst den der Bk. B ab
c Bk.B
Bk.C b
In ähnlicher Weise geschieht dies mit der Weberei d.
b Bk.C
Bk.D c
Der Umlauf bleibt geöffnet u.kann so lange bleiben u.sich verlängern,als der Bauer a keinen Anzug kauft.
Die Bezahlung findet folgendermaßen statt, nämlich ohne daß er seine Bank in Anspruch nimmt.
Bk.A d
a Bk.D

Das Funktionieren setzt allerdings einen neuen Organismus voraus; das Clearing. Jede Bank verrechnet in sich die Forderungen und Schulden ihrer Kunden. Es bleiben aber die Schulden unter Banken, die unverrechenbar sind, weil diese Banken in der Regel nicht in Verbindung stehen. Die Bank A ist Gläubigerin der Bank B und die Bank C ist Schuldnerin der Bank B; man muß die Banken A und C in Verbindung setzen und ihre Forderungen bzw. Schulden auf einen gemeinsamen Nenner bringen, um verrechnen zu können. Diese Verrechnung läuft darauf hinaus, die gegenseitigen Forderungen unter den Banken zum Verschwinden zu bringen, dadurch, daß alle einer Zentralstelle, entweder dem clearing oder der Zentralbank, abgetragen werden. Das Verrechnungsverfahren findet vor den oben angegebenen Buchungen statt und ersetzt sie. So wird vermieden, daß unter den Banken Konten eröffnet werden, die nicht bestehen sollen und sofort überzogen werden sollen, weil die betreffenden Banken nicht im Geschäftsverbindung stehen und auch nicht stehen wollen.

Das Clearing bietet uns den Vorteil, vor uns die Banken in der Geldschöpfung als ein einheitliches Gebilde erscheinen zu lassen, indem alle sich verschmelzen.

Es ist aber mehr, die Einrichtung des clearings ist die Krönung und der Eckstein eines bargeldlosen Verkehrs, es stellt die Einrichtung für die Tilgung der Schulden, woraus das Geld entstanden ist, dar. „Seine Einführung ist vielmehr als prinzipielle Umgestaltung des Schuldtilgungsverfahrens überhaupt zu würdigen" (1).

Anhang: Clearing.

Die Einführung lenkt unsere Aufmerksamkeit zuerst auf das Clearing als Organ des Geldmarktes.

Die Banken von Paris sind in einer „Chambre de Compensation" zusammengeschlossen, die das Erlöschen

---

1) Hahn, Volkswirtsch. Theorie des Bkkredits, 1920, S. 38.

der gegenseitigen Forderungen der Banken durch Verrechnung zum Zweck hat.

Diese Einrichtung wurde 1873 durch das Einvernehmen einiger Banken der Stadt gegründet und bildet heute ein rein privates Gebilde. Bis 1917 erfaßte sie nur eine kleine Zahl von Mitgliedern, ein Dutzend etwa und nicht mehr, infolge des für die Abrechnungsabwicklung gewählten Verfahrens.

Jedes Mitglied rief die Summe seiner Forderungen und die Summe seiner Schulden gegenüber den 11 anderen aus. Das verlangte 66 Schuldrufe und 66 Forderungsrufe und so konnte die Mitgliederzahl nicht gut erhöht werden. Ein Mitglied darüber hätte die Zahl der Rufe von 132 auf 156 erhöht, zwei von 132 auf 182 und drei von 132 auf 210. Eine Zunahme der Mitgliederzahl um 25 % oder 50 % hätte die Arbeit um 59 % bzw. 131 % erhöht. Es wäre sehr schnell undurchführbar geworden (1).

Die Zahl derjenigen, die Mitglieder des Clearings zu werden wünschten, wuchs dauernd. Ein Ausschuß wurde 1917 nach New-York geschickt, um an Ort und Stelle die Abwicklung der Clearingstelle zu studieren, die 56 Mitglieder zählte. Nach dem Pariser Vorgang würde diese Mitgliederzahl 3080 Rufe bei jeder Abrechnungssitzung verlangen.

Es wurde festgestellt, daß ein einfacheres und schnelleres Verfahren eine schnelle Verrechnung zwischen gegenseitigen Forderungen und Schulden für eine beliebige Mitgliederzahl ermöglichte. Die Organisation, die aus den zu dieser Zeit unternommenen Studien entstanden ist, ist folgende:

Die Rationalisierung und die Verwendung von gleichmäßigen Druckformularen sind auf einen hohen Stand gebracht, und die Abwicklung der Sitzungsarbeit ist bis in die kleinsten Einzelheiten geregelt. Ein System von Geldstrafen für jede Verspätung und für jeden Fehler, der nicht innerhalb von 5 Minuten gefunden wird, sorgt für die schnelle und zuverlässige Erledigung der Geschäfte.

---

1) Die Zahlen sind von Georges-Picot - La chambre de compensation. Paris dissert. 1926.

Bei jeder Mitgliedsbank teilen sich die Geschäfte, die sie durchs clearing erledigen will, in 2 Kategorien ein: Die Zahlungen, die sie machen will und für welche sie ein Formular ausfüllt, das so formuliert ist:

Chambre de Compensation des Banquiers de Paris — Paris, le . . . . . .

Versement de fr. 999.000 -
en faveur de . . . . . Banque X.
nous vous créditons à la compensation de ce jour de la somme de
neuf cent quatre vingt dix neuf mille frs.
d'ordre de . . . . . .
pour compte de . . . . . .
au crédit de vous-même, notre prêt à . . . %
Banque Y

andererseits die Einnahmen und dafür hat sie die betreffenden Wechselschecksüberweisungen in der Hand. Die Verrechnungssitzungen finden jeden Tag, dreimal am Tage, statt, um 10 1/2 Uhr, 13.15 Uhr, 16 Uhr und am Monatsende (1) eine zusätzliche Sitzung morgens früh 9 Uhr.

Jede Mitgliedsbank schickt zu den Sitzungen zwei Angestellte: den Verteiler und den Empfänger (2). Noch bevor er die Bank verläßt, um zu der Sitzung zu gehen, füllt der Verteiler eine „feuille de distribution", die folgendermaßen aussieht, aus: (s.n.Seite.)

In der Spalte „débit" bringt er alle Wechsel, Schecks .... und in der Spalte „crédit" alle Auszahlungen. Im Sitzungssaal stellen sich die beiden

---

1) jours d'échéance.
2) Es sind Kassenboten und sie können nicht wie in Berlin Geschäfte für ihre Bank abschließen und insbesondere Tagesgeldgeschäfte machen. Ihre Chefs bleiben im Büro und machen das Nötige per Telephon.

Chambre de compensation
des banquiers de Paris. Séance du . . . .

Feuille du distributeur
du No. . . . . (No. der Bank)

No.	noms	Débits	Crédits	Visas
1				
2				
3				

Angestellten jeder Bank an das der Bank zugewiesene Pult und beim Klingeln, während der Empfänger am Pult sitzen bleibt, geht der Verteiler der Reihe nach an allen seinen Kollegen-Empfänger vorbei. Er trägt in der Hand die mit Rechnungszettel versehenen, für jede Mitgliedsbank bestimmten Papierbündel und verteilt sie an die Empfänger. Der Empfänger gibt auf dem ihm vorgelegten „feuille du distributeur" sein Visum. Er trägt den Betrag jedes ihm gegebenen Rechnungszettels auf seine „feuille du Receveur" ein. Dieses sieht folgendermaßen aus:

Chambre de compensation séance du . . . . .
des banquiers de Paris.

Feuille du Receveur
Séance du . . . . .

No.	Noms	1.séance		2.séance		séance de règlement	
		déb.	créd.	déb.	créd.	déb.	créd.
1							
2							

Am Ende ihrer Rundreise stehen die Verteiler vor den Empfängern ihrer betreffenden Bank, nachdem sie an allen Pulten vorbeigegangen sind. Ihre Hände sind leer. Vor dem Empfänger häufen sich die von den anderen Banken gebrachten Urkunden.

Die Abrechnung findet bei der 3. Sitzung statt (4 Uhr), wo überwiegend nicht gezahlte und zurückge-

wiesene Wechsel und Schecks getauscht werden.

Der Saldo der 3 Sitzungen des Tages wird gezogen und die Debitoren gleichen ihre Salden aus, indem sie dem Vertreter der Verrechnungsstelle eine Überweisungsorder über die B.d.F. an die Order der chambre de compensation geben.

Der Vertreter des Clearings stellt dagegen Überweisungsorders an die B.d.F. zu Gunsten der Kreditoren für den Betrag ihres Kredites aus. Die Gesamtsumme dieser Kredite ist gleich der Gesamtsumme der durch Überweisungsorders zu Gunsten des Verrechnungsamtes durch die Debitoren getilgten Schulden, sodaß das Konto „chambre de compensation" bei der B.d.F. eine lediglich theoretische Angelegenheit ist, denn es soll nie einen Saldo ausweisen. Wenn übrigens „aus irgendeinem Grund das Konto-Korrent eines Debitorenmitglieds bei der B.d.F. nicht die genügende Deckung aufweisen würde, um den als Begleichung ihres Verrechnungssaldos überreichten Scheck zu bezahlen, und wenn die erforderliche Deckung nicht sofort geleistet wäre, würde die Verrechnung des Tages als hinfällig betrachtet. Die Schecks, Wechsel usw. werden nicht vor endgültiger Verrechnung Eigentum der Bezogenen, die nur Treuhänder sind. Die Schecks, Wechsel usw. auf das Mitglied, das sich in dem oben angegebenen Fall befinden würde, sollen den Banken zurückgegeben werden, die sie vorgelegt haben. In diesem Falle würde für die Schecks, Wechsel usw. eine sofortige neue Verrechnung stattfinden" (1).

Dieses einfache Verfahren ermöglicht die Annahme bei der chambre de compensation von einer verhältnismäßig hohen Mitgliederzahl. Für die Annahme ist die Zustimmung von 2/3 der Mitglieder erforderlich (2) und die Pariser Banken haben die Einrichtung des clearings in einem hohen Grad beansprucht, da sich die Mitgliederzahl z.Zt. etwa auf 50 beläuft.

Man kann sich fragen, was London eingeführt hat, um seinerseits die Schwierigkeiten des wachsenden Verkehrs zu bewältigen. London hat sein altes Verfah-

---

1) Art. 7 der Statuten der chambre de compensation.
2) Art. 5 der Statuten der chambre de compensation.

ren nicht geändert und infolgedessen ist die Zahl der Clearingmitglieder nicht über 11 gestiegen. Die Banken haben sich in einer Art clearing auf 2 Stufen organisiert, um nicht darunter zu leiden. Die 11 Clearingbanken dienen den anderen als Clearingstelle und „les banques non affiliées à la compensation sont créditées le soir même par les banques de compensation de toutes leurs remises de la journée, exactement comme elles le seraient si elles appartenaient à la chambre de compensation, et cela sans avoir à supporter les frais et le travail que nécessite la compensation. On comprend donc que personne n'ait interêt à demander son admission à la chambre de compensation et que personne ne souffre d'en être exclu" (1). Die französischen Banken haben das Verfahren vorgezogen, das ihre Selbständigkeit am meisten bewahrte und keiner von ihnen ein Monopol gewährte. Die Entwicklung der verrechneten Beträge der chambre de compensation folgt einer stark nach oben ziehenden Kurve, wie es aus den regelmäßigen Veröffentlichungen der Verwaltung hervorgeht. Dabei muß man mit einem Devalvationskoeffizienten von 6 infolge der Inflation rechnen.

Exercices	Montant des effets présentés à la compensation	Effets compensés	Effets non compensés réglés par mandat sur B.d.F.
	en millions		
1872-73	801	528	272
1890-91	3.001	2.360	641
1900-1901	5.331	3.600	1.731
1910-1911	16.998	13.284	3.713
1920	167.123	138.245	28.878
1928	414.550	353.971	60.679
1932	332.394	280.543	51.850
1933	378.544	327.053	51.491

Der Chambre de Compensation müssen wir das Verfahren bei der B.d.F. hinzurechnen. Diese bildet eine noch

---

1) Ch.Georges-Picot. La chambre de compensation.

bedeutsamere Clearingstelle. In Frankreich geschehen seit Jahren fast alle Zahlungen zwischen Banken durch Überweisungen auf die B.d.F., in den angelsächsischen Ländern würden sie über clearing gehen. „Si l'on veut faire une comparaison entre la France et l'étranger quant au volume des compensations il importe de tenir compte du fait suivant: en France la Caisse centrale de compensation est la B.d.F.. C'est par virements sur la B.d.F. que depuis plus d'un siècle se font en France tous les règlements sans mouvements d'êspeces qui se font dans les pays anglo-saxons par les Bankers clearing houses" (1).

Die Urkunde ist ein auf die B.d.F. gezogener Scheck und in der Praxis unter dem Namen „mandat rouge" bekannt. Diese sehen so aus:

Compte
à
débiter . . . . . .
Virement pour Fcs. _____
Paris, le _____
La Banque de France portera au crédit de . . . . .
_____
la somme de . . . . . .
_____
dont elle débitera notre compte sus-indiqué.
Banque X | Steuer 20 cms.
à porter par le bénéficiaire
au compte de _____

Diese „mandats rouges" gelten nur unter Banken, agents de change und coulissiers und werden nur durch Verrechnung bezahlt. Wie man es aus der Formulierung gesehen hat, können diese Urkunden nicht giriert werden.

Die B.d.F. veröffentlicht keine Ciroliste. Die Geschäfte der Liquidation und Kassageschäfte der beiden Corporationen an der Börse werden für den unkompensierten Saldo der jeweiligen Verrechnung auch separat bei der B.d.F. (mit Schecksurkunden anderer

---

1) Bull. de stat. et législ. comp. Juli 1934, S.1.

Farbe) erledigt.

Wir müssen auch die Lokal-clearingstellen erwähnen, die die B.d.F. bei ihren Zweigstellen (succursales) der Provinz errichtet hat. Am 31.12.34 hatten 227 Hauptsitze der B.d.F. für die Bankiers ihrer Plätze solche Einrichtungen geschaffen, die ganz nach dem Muster der Chambre de Compensation des Banquiers de Paris geführt sind. Die verrechneten Summen betragen für diese Stellen:

1931	96.928	Millionen
1932	75.589	"
1933	72.362	"

Um ein Gesamtbild der gegenwärtigen Lage zu gewinnen, müssen wir die folgende Tabelle aufstellen:

	1928	1933
Clearing der B.d.F.	1.357.560	1.168.552
Chambre de Compensation	414.550	378.544
Lokale Verrechnungsstelle der B.d.F.	89.467	72.362
	1.861.577	1.619.458

Dagegen hatte das Londoner clearing (1)

1928	44.204	Millionen Pfund
1932	32.111	" "
1933	32.137	" "

und das New Yorker (1)

1927	502.298	Millionen Dollar
1932	256.634	" "
1933	241.454	" "

verrechnet.

Der bargeldlose Zahlungsverkehr ist scheinbar in Frankreich weniger entwickelt als in Deutschland und in den angelsächsischen Ländern. Betreffs dieser Frage verfügt man über sehr wenig statistisches Material (2).

---

1) Bull. de stat. et législ. comp. 1935, (1.Bd.).
2) Als Anhaltspunkt sei die Veröffentlichung der B. d.F. über ihre Kassenbewegung gegeben.
Die Gesamtkassenbewegung (Einnahmen und Ausgaben) verteilt sich wie folgt:

Man kann es nicht als ein Manko bezeichnen, das Wichtigste ist, daß die Kreditschöpfung elastisch ist und sich vollständig den Veränderungen des Volkseinkommens anpaßt. Daß der Geldverkehr durch Schecküberweisung oder durch Banknote geschieht, ist belanglos (1,2). Die Zahlung durch Banknote hat besonders den Vorteil gegenüber der Zahlung durch Scheck oder Überweisung, für die kleineren Summen billiger und wirtschaftlicher zu sein.

Dagegen ist der bargeldlose Zahlungsverkehr eher imstande, die Quartalsanspannungen zu bewältigen (3). Die Masse der angehäuften Schulden und Forderungen wird in einem bargeldlosen Verkehr leicht ohne Zinsanspannung verrechnet. Dagegen brauchen die Noten eine gewisse Zeit, um von Hand zu Hand zu laufen. Ihre

---

		1932	1933
Münzen	Millionen	424	3.117
Banknoten	"	367.369	172.860
Buchgeld	"	1.899.220	1.969.940
		2.267.013	2.145.917

also fanden 1932 fast 84 % und 1933 92 % der Ein- und Auszahlungen bei der B.d.F. durch Buchung statt. Im Vergleich mit der Bilanz, wonach die Banknoten der B.d.F. das 3 fache der Guthaben bei ihr (Tresorguthaben, Guthaben der autonomen Amortisationskasse, Privatguthaben) ausmachen, wären diese Angaben über die Kassenbewegung der B.d.F. recht unverständlich, wenn man der Thesaurierung nicht Rechnung tragen würde.

1) Nach dem Vorausgesagten brauchen wir uns nicht mit der Behauptung Schultze-Gaevernitz weiter zu befassen, (Die deutsche Kreditbank, Grundriß der Sozialökonomie V 2. Tübingen 1915. S.46) wonach, „wenn in England der Zins durchschnittlich 1 % niedriger sich stellt als bei uns, so geht dies nicht allein aber doch nicht zuletzt auf die breitere Scheckgewohnheit Englands zurück".
2) Hahn, Volkswirtsch.Theorie des Bkkredits. 1930, S.90,91.
3) Vergleiche § 1 der Vereinbarung der Banken und Bankiers vom 16. Dezember 1913.

Umlaufsgeschwindigkeit ist beträchtlich niedriger und kann nur schwer eine gewisse Grenze überschreiten. Der bargeldlose Zahlungsverkehr ist aber in Frankreich genug entwickelt, daß eine Erschwerung der Abwicklung der Geschäfte am Ultimo und am Quartalsende aus diesem Grund nicht in Frage kommt (1).

Es ist interessant nachzuforschen, warum sich der Scheckverkehr in Frankreich weniger entwickelt hat, als in den angelsächsischen Ländern.

Ein Grund liegt schon in den engeren Bestimmungen der Bank of England. Die Peels Akte ermöglichte ihr, die Wirtschaft nur ungenügend mit Banknoten zu versorgen. Die B.d.F. ist dagegen schon immer den fundierten Anforderungen der Wirtschaft großzügiger entgegengekommen, und da diese genügend Banknoten hatte, um ihre Geschäfte zu erledigen, brauchte sie weniger Schecks zu ziehen.

Eine interessante Ursache der Entwicklung des Scheckverkehrs in den angelsächsischen Ländern muß in der rein technischen Tatsache des Mindestbetrages der englischen Banknoten liegen. Die Bank of England hat vor 1914 keine Banknote unter 5 Pfund, was ein beträchtlicher Betrag ist. Darunter hatte die Bevölkerung nur die Gold- und Silber-Münzen, die schwerer und unbequemer sind als Papier. Die Bevölkerung suchte sich durch einen intensiven Scheckgebrauch zu helfen. In Frankreich aber gab die B.d.F. sehr früh kleine Banknoten heraus. Ursprünglich war der Mindestbetrag 500 fr., nach dem Gesetz vom 24 Germinal an XI. Das Gesetz vom 9. Juni 1857 brachte diesen Betrag auf 50 fr. herunter und 1914 gab es sogar Banknoten über 5 fr. im Verkehr. Sie sind aber zurückgezogen worden.

Wenn die Bevölkerung sich des Schecks nicht bedient, ist es darauf zurückzuführen, daß sie es nicht nötig hat, wie vorher erwähnt, und daß die straf-

---

1) Siehe die Tabelle der Diskontsatzveränderungen der B.d.F. und den Vergleich mit dem Ausland. Die ruhige Entwicklung der Zinssätze am Pariser Markt wollen wir nicht weiter mit großen Tabellen beweisen.

rechtlichen Bestimmungen nicht streng genug sind. Sein Umlauf ist durch die Tatsache gehemmt, daß die Gesetzgebung betreffs des deckungslosen Schecks keine so harten Strafen vorsieht wie in England. Vom steuerlichen Standpunkt aus gesehen entartet der Scheck in einen Wechsel, der ungenügend gestempelt ist und dadurch bis zu 6 % der Höhe des Schecks strafbar ist. Vom strafrechtlichen Standpunkt aus müßte, um unter das Strafgesetz von 1865 zu fallen, die Ausstellung des Schecks mit „betrügerischen Handlungen" (manoeuvres frauduleuses) verbunden sein, die zum Zweck haben, sich Geld zu verschaffen (escroquerie). Nach dem Gesetz von 1917, also einer ziemlich neuen Vorschrift, ist derjenige, der in betrügerischer Absicht einen deckungslosen Scheck herausgibt, mit 2 Monaten bis 2 Jahren Gefängnis und einer Geldstrafe zwischen 1/4 und der ganzen Summe des Schecks strafbar. Dieses Gesetz bildet schon eine bessere Waffe gegen das Ausstellen deckungsloser Schecks, aber es ist noch ungenügend, da die Ausführung zu schwer ist. In Anbetracht der schwerfälligen, kostspieligen und sehr oft zu keinem Erfolge führenden Formalitäten zögern viele gewiegte Kaufleute, einen Papierfetzen anzunehmen, der in sich sehr unangenehme Risiken birgt. Sie verzichten lieber auf einen Verkauf, als mit Scheck bezahlt zu werden.

C. Der Diskontmarkt.

I a) Der Wechseldiskont.

Die Diskontierung von Handelswechseln bildet in Frankreich die Grundlage des Geldmarktes. Dadurch erfolgt der größte Teil der Geldschöpfung und der Geldzirkulation. Ihre Bedeutung in der Gesamtheit der kurzfristigen Kreditgeschäfte ist übrigens charakteristisch.

Man weiß schon allgemein, worum es sich handelt. A hat dem B Waren auf Zeit verkauft; er stellt einen Wechsel auf den B aus, und die Diskontierung erfolgt dadurch, daß A die durch den Wechsel vertretene Forderung auf Zeit der Bank überträgt. Diese erstattet ihm den gegenwärtigen Wert, d.h. den Nominalwert, minus Zinsen zurück. Die Bank kreditiert dem A diese Summe oder zahlt ihm in Banknoten.

Nicht alle Geldsysteme fußen in demselben Maße auf der Diskontierung von Handelswechseln.

Bis zum Krieg kannten die U.S.A. nur den Diskont von Solawechseln. Die Kaufleute brachten ihren Banken lediglich solche einseitigen Verpflichtungen zum Diskont, und die Unzulänglichkeit dieser Kreditunterlagen ist wohl der Grund dafür, daß die Amerikaner als erste versuchten, der Kreditverteilung eine „wissenschaftliche" Basis zu schaffen, und ihr „Ratios"-system aufgebaut haben. Erst seit dem Kriege ist dort der Wechsel üblich, nämlich auf dem zu dieser Zeit geschaffenen Markt für „acceptance".

In England sind die von den Banken eingeräumten Kredite nur Kontokorrentkredite, entweder blanko oder mit einer Unterlage an Wertpapieren. Die Kaufleute weigern sich in der Regel, ihre Unterschrift auf einen Wechsel zu geben. Man trifft Wechsel nur im internationalen Verkehr, meist mit Bankunterschrift, und sie bilden den Akzeptmarkt.

In Frankreich dagegen zirkulieren keine Handels-Sola-Wechsel (1), aber eine Unmenge von Wechseln.

---

1) Sola-Wechsel werden besonders beim Verkauf von

Abgesehen von ökonomischen, banktechnischen Gründen muß ein juristischer Grund angegeben werden. Das französische Handelsgesetzbuch zählt die Handlungen auf, die als kaufmännisch angesehen werden sollen, darunter die Ausstellung von Wechseln, dagegen nicht von Solawechseln. Die auf einen gezogenen Wechsel basierte Forderung kann leichter verwertet werden (Zulassung zum Handelsgericht, Konkurs), als wenn es sich um einen Solawechsel handelt.

Der Brauch des Verkaufs auf Kredit ist außerordentlich verbreitet. Doch ist der Kredit verhältnismäßig kurz, besonders wenn man die langen Kredite berücksichtigt, die die deutschen Industriellen ihren ausländischen Kunden gewöhnlich gewähren. Der Verkauf auf Kredit ist in allen Handelsbranchen, in allen Stufen die Regel. Und alle diese Warenkreditgeschäfte schaffen die Unterlage einer Wechselausstellung (1), und diese selbst die Unterlage für ein Geldkreditgeschäft. Das Charakteristische in diesem System ist, daß nicht nur sehr viel Kredit gegeben wird, sondern auch in kleinen und kleinsten Beträgen, die auch durch Wechsel vertreten werden. Die Wechsel mit sehr kleinen Beträgen sind so zahlreich, daß ein besonderer Ausdruck - broche - sich eingeprägt hat für die Übergabe in zahlreichen kleinen Beträgen. Diese kleinen und kleineren Wechsel können die Kosten einer Vorlegung zur Akzeptierung nicht ertragen. Die Bank dis-

---

Firmen als Vertretung für den noch zu zahlenden Verkaufspreis ausgestellt. Es sind Wertpapiere auf sehr lange Sicht - mehrere Jahre - und ihre Diskontierung wird als Kapitalanlage durch Privatiers oder Banken in kleineren Mengen betrieben. Der Name läßt darüber keinen Zweifel: papier de commandite.

1) Pierre Cauboue, directeur de banque. „Banque". Octobre 1930. S.722. L'évolution des sources de bénéfices des banques de 1925 à 1930. „On peut dire qu'en France à part les affaires traitées par quelques établissements qui, pour des raisons personnelles n'acceptent pas, chaque transaction donne lieu à une création d'effet".

kontiert sie doch und behält sich das Recht vor, Stichproben zu machen. In diesem Falle tragen die Wechsel nur zwei Unterschriften und sind bei der B.d.F. nicht diskontierbar. Ihr Inkasso durch die B.d.F. bleibt möglich. Wie weit die Zersplitterung der Wechselbeträge geht, läßt sich nicht sagen, da für die Gesamtwirtschaft keine Statistik aufgestellt wird. Man kann die untere Grenze von 5 fr. für die von der B.d.F. hereingenommenen Wechsel als bedeutend betrachten. Die B.d.F. veröffentlicht folgende Angaben über die Zahl der Wechsel und ihre Verteilung nach Beträgen in ihr Portefeuille:

	1926	1933	1934
5 - 10 fr.	26.656	5.675	5.597
10 - 50 fr.	756.837	357.124	348.820
50 - 100 fr.	1.000.482	624.341	676.662
über 100 fr.	8.377.187	4.971.523	4.883.502
	10.161.162	5.958.663	5.914.581

Die Zahl der kleinen Wechsel bei der B.d.F. ist besonders bedeutend, wenn man bedenkt, daß diese in der Regel bei den Privatbanken nicht akzeptiert, also nicht diskontfähig sind. Die B.d.F. kann durch diese Politik kleinere Kredite geben, sich besser der Kreditstruktur anpassen und näher in das Kreditgefüge hineinwachsen.

Die Wechsel im Umlauf sind brauchgemäß akzeptfähig und werden in der Regel ohne Schwierigkeiten angenommen. Nur einige wenige ältere Firmen, deren Bonität ohne weiteres anerkannt ist, verschließen sich dem allgemeinen Brauch und schicken die ihnen vorgelegten Wechsel zurück mit dem Vermerk „la maison paye à échéance mais n'accepte pas". Diese Fälle sind sehr selten im Handel und in der Industrie. Die großen Eisenbahngesellschaften und der Staat bringen in der Regel ihre Unterschrift nicht in den Verkehr.

Eine gewisse Zunahme dieser Fälle des Nicht-Akzeptierens war während des Krieges und der Inflation zu verzeichnen. Sie ist seitdem stark zurückgedrängt.

Auch die Art der Finanzierung der kurzfristigen Geschäfte durch Wechselkredit hatte während derselben Periode abgenommen. Eine andere Quelle der Finanzie-

rung war eingebrochen, und da das Geld von selbst ins Konto-Korrent floss, brauchte man nicht Wechsel auszustellen.

Die hohe Bedeutung des Diskontgeschäfts auf dem französischen Geldmarkt ist durch die geschichtliche Beeinflussung seitens Italien zu erklären. Es ist allgemein bekannt, daß die ersten Wechsel in Italien aufkamen und diese kaufmännische Einrichtung breitete sich mit dem Handel Italiens aus. Man versteht, daß sich der Brauch gehalten hat, und daß seine Einfachheit für seine Ausdehnung viel ausgemacht hat. So hat sich in Deutschland, dessen kaufmännisches Leben mit Italien sehr in Verbindung stand, der Wechsel sehr eingebürgert. Dagegen spürte England weniger den italienischen Einfluß und entwickelte sein Kreditsystem auf anderer Basis. Es hatte sehr früh einen breiten Effektenmarkt, dessen wichtigster Gegenstand die Staatspapiere waren, weil der Staat gute Finanzen hatte. Das Ausleihen dieser Wertpapiere wurde zur Basis des Kreditsystems (1). Die U.S.A. haben auch eine andere Bahn eingeschlagen und zum Teil das Mutterland zum Vorbild genommen.

Das Ausstellen von Wechseln nahm in der Zeitfolge an Bedeutung zu. Es wurde dadurch gefördert, daß die B.d.F. infolge ihrer Statuten Kredit hauptsächlich(2)

---

1) Die Handelsgeschäfte im Inland werden dort besonders durch Konto-Korrent-Kredit und nicht durch Wechselkredit finanziert. „With the development of branch banking the bill of exchange in internal trade was almost entirely superseded by loans and advances. As the practise of remittance by check grew, the occasion for the creation of domestic bills disappeared". R.G.Hawtrey. Encyclopaedia of the Social Sciences Banking United Kingdom. S.434.

2) Erst spät wurde der B.d.F. das Recht eingeräumt, Kredit anders zu geben als durch Wechseldiskontgeschäfte. Ein Gesetz vom 14.Mai 1834 erlaubte ihr, Staatspapiere ohne bestimmte Fälligkeit (darunter wurden die Staatsrenten verstanden) zu beleihen und erst später durch Verfügung (décret) vom 3.und 28.März 1852 erhielt sie das Recht, ihr Lombardge-

durch Diskontieren von Wechseln gab. Was nur eine Gewohnheit war, wurde zum System. Die guten Eigenschaften des Wechseldiskonts als Instrument der kurzfristigen Kreditschöpfung und Geldschöpfung ließen dieses System sich weiter einbürgern.

Um zu versuchen, ein Bild über die Bedeutung des Diskontgeschäfts in der Gesamtheit der kurzfristigen Kredite des Geldmarktes zu geben, möchten wir folgende Tabelle aufstellen.

In den uns vorliegenden Bilanzen der Großbanken (CIC. CRt.Lyon. CCF. St.Gen. BNC. BNCI. CNEP. als Banques de dépots und BPPB als Banque d'affaires) haben wir das Portefeuille (Inlandwechsel und B.D.Nat.) mit der Summe der Posten: Kasseguthaben bei den Banken, Wechsel aller Art, Debitoren aller Art, Reportgelder, ins Verhältnis gebracht. Leider können wir in dem Posten Portefeuille die B.d.Tresor und B.D.Nat. nicht absondern, um genau zu wissen, wieviel auf Handelswechsel entfällt. (Tabelle s.n.Seite.)

Die überwiegende Stellung des Wechseldiskontgeschäfts innerhalb der Geschäfte des französischen Geldmarktes entspricht den Vorteilen, die die Kreditgabe und die Geldschöpfung auf dieser Basis aufzeigen können. Die Praxis sieht in der Kredithergabe durch Diskont die leichten Mobilisierungsmöglichkeiten durch Rediskont. Die Bank, die über ein gutes Wechselportefeuille verfügt, kann einen Teil davon leicht übertragen und ihre Liquidität wieder herstellen. Keine anderen Anlagen bieten diesen Vorteil in so starkem Maße. Der Kredit durch Wechsel läuft bis zu einem im voraus ganz bestimmten Termin und der Schuldner weiß, daß mit einer Verlängerung darüber hinaus in der Regel nicht zu rechnen ist, gerade weil in der Regel nicht der ursprüngliche Gläubiger den Wechsel zum Einlösen am Verfalltag vorlegt. Das Gesetz hat in allen Ländern - so auch in Frankreich - für die pünktliche Einlösung gesorgt: Allgemeine gemeinsame Haftung der Giranten neben dem Aussteller

---

schäft auf die Aktien und Obligationen der Eisenbahngesellschaften und die Wertpapiere der Stadt Paris auszudehnen.

Verhältnis der Posten „Wechsel=Portefeuille und B.D.N."
zu den gesamten kurzfristigen Anlagen.

		1926		1928		1930		1932	
		Millionen fr.							
CIC		899		1.354		1.295		1.959	
Crt Lyon		8.124		13.271		15.127		16.307	
CCF		2.164		2.744		3.738		3.099	
St Gen.		9.072		13.435		13.905		12.623	
BNC		3.933		5.520		5.081		-	
BNCI		-		-		-		3.020	
CNEP		6.314		9.451		10.088		9.980	
	Ges.Kurz.Anl.	30.506	61%	45.775	56%	49.234	50%	46.988	54%
	Wechsel + BDN	18.700	+	25.535	+	24.552	+	25.421	+
BPPB	Ges.Kurz.Anl.	2.761	21%	3.968	17%	3.537	20%	2.695	42%
	Wechsel + BDN	586	+	670	+	717	+	1.131	+
Gesamtheit	Ges.Kurz.Anl.	33.267	58%	49.743	53%	52.761	48%	49.683	54%
	Wechsel + BDN	19.286	+	26.205	+	25.269	+	26.552	+

+ Total der Posten „Wechselportefeuille und BDN".

und Bezogenen, besonderes Verfahren in Wechselsachen (in Frankreich vor dem Handelsgericht).

Der Diskontkredit, wie man in England sagt, bezahlt sich selbst. Am Fälligkeitstag wird die Tratte von selbst, ohne daß die Bank zu mahnen braucht, bezahlt und wandelt sich in Geld um. Der Bankier braucht nur seine Kredithergabe zu stoppen, und sofort stellt sich seine Liquidität von selbst wieder her.

Wichtiger ist die Frage, ob der Wechsel bei seiner Diskontierung eine Handhabe gibt, um die Geldmenge an das Sozialprodukt anzupassen. Die Praxis neigt dazu, die Frage zu bejahen. Adolf Weber (1) mit der Bankingtheorie mißt dem Warenwechsel die größte Bedeutung zu. Bendixen hat die Diskontierung von Warenwechseln als System errichtet und sogar den Ausdruck „klassisches Geld" geprägt für das Geld, das auf dieser Basis in Umlauf gebracht wird, „weil es in sich die Sicherheit der Beständigkeit seiner Kaufkraft tragen soll" (2).

Der Warenwechsel ist auf Grund eines Warenumsatzes geschaffen und steht zu dem Finanzwechsel im Gegensatz, der ausschließlich die Geldbeschaffung für eine Privatwirtschaft auf Grund eines reinen Darlehens zum Zweck hat, also ohne Verbindung mit dem Warenumschlag und ohne einen Verkaufspreis von Waren zu vertreten. Der Unterschied ist rein innerlich und die Prüfung setzt die Prüfung der „causa" voraus.

Es ist nicht zu leugnen, daß der Umlauf der Warenwechsel sehr eng an den Umlauf der Waren selbst gebunden ist und der Wechsel gewissermaßen in dem Portefeuille der Bank die Ware vertritt. Spiethoff sagte: „Der Wechsel tritt,...., unmittelbar im Anschluß an die Hingabe des Gutes ins Leben und trägt den Zusammenhang mit der Wirklichkeit der Güterwelt noch an der Stirn" (3). Der Warenwechsel entsteht, wenn der Fabrikant seine Ware dem Großhändler oder

---

1) Adolf Weber, Depositen- u. Spekul.-Banken. Mch. 1922, S.161.
2) Bendixen, Das Wesen des Geldes. Jena 1926, S.15, 22, 27.
3) Spiethoff, Die äußere Ordnung.... S.20/448.

dieser dem Kleinhändler seine Ware verkauft hat. Der Wechsel vertritt einen Termin-Verkauf, d.h. daß der Verkäufer ein Gut in die Wirtschaft gebracht hat, ohne sofort den Gegenwert in natura zurückzunehmen und ohne auch die Mittel dafür zu bekommen, denn die Tratte ist nur selten Zahlungsmittel. Die Diskontierung bringt neue Zahlungsmittel in den Verkehr und sie bleiben dort bis zur Fälligkeit der Wechsel. Dann wird er eingelöst. Das Geld fließt zu der Bank zurück. Der Kredit ist beendigt, wenn die Ware vom Konsumenten bezahlt und konsumiert wird.

Man kann die Diskontierung von Warenwechseln nicht als eine für alle Fälle gültige Erfahrungsregel annehmen. Erstens steht die Eigenschaft als Warenwechsel doch nicht auf der Urkunde wie ein Stempel; der Bankier kann getäuscht werden, und zweitens können sehr oft zwei Wechsel bei der Bank eingereicht werden, die auf demselben Gut ruhen. Es kommt sehr oft vor, daß die Ware vor dem Fälligkeitstag des ersten Wechsels weiter umgesetzt und ein zweiter Wechsel diskontiert wird, als ob der erste noch nicht fällig sei. Eine kurze Laufdauer der Wechsel soll der Erscheinung der Doppeltratten entgegentreten. Der Bankier wird nicht seiner Überwachungspflicht über das Geldwesen dadurch entledigt, daß er Warenwechsel diskontiert. Er hat noch die Pflicht, seine Kreditschöpfung an die Wirtschaftslage anzupassen (1). Jedoch ist der Kredit und besonders, was damit gemacht wird, viel leichter zu überwachen, wenn der Bankier Wechselkredit gibt. Er kann die Geschäfte seines Kunden leichter verfolgen und prüfen, wenn ihm dauernd Urkunden über die Verwendung in die Hände kommen.

Anders ist es in einem Kreditsystem, das auf dem Solawechsel beruht; der Solawechsel trägt nur eine

---

1) Mises weist entschieden die Verwendung des Warenwechsels als Basis für die Geldschöpfung zurück. Für ihn gilt nur die Höhe des Zinssatzes. Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufmittel. 1924, S.385. Die Tratte hat zum Zweck m.E. gerade die Handhabe dafür zu geben. Handhabe, die mit Bedacht angewandt werden soll.

Unterschrift und gibt keine Auskunft über die Verwendung des Geldes. Ähnlich beim Lombard (1). Dieses System kann gut funktionieren in einem Lande, in dem der öffentliche Kredit sehr solide ist und die Effektenbörse sehr breit; es besteht aber kein Zusammenhang zwischen den lombardfähigen Wertpapiermengen und der für den reproduktiven Konsum bestimmten Gütermenge; übrigens ist der Kreditnehmer ganz frei und braucht dem Kreditgeber prinzipiell keine Auskunft über die Verwendung des Geldes zu geben (2,3).

Die wichtigsten Diskonteure in Paris sind die Depositenbanken, die durch ihre zahlreichen Niederlassungen leicht Anschluß an den Handel finden und, wie gesehen, (Theorie von Ch. Rist) die Ersparnisse im Bildungsgang sammeln und das Geld schaffen.

Wir können nicht bei der Besprechung der Beziehungen der Banken zu Industrie und Handel verweilen. Dabei kann man nicht von einem Markt sprechen, denn das persönliche Moment ist zu stark.

Die Bedingungen werden in der Regel im Verhältnis zu dem Diskontsatz der B.d.F. festgesetzt. Es wird folgendermaßen verabredet: 1 oder 2 % über Banksatz(4).

Die B.d.F. erscheint wohl auf dem Markt, um Kredit zu geben, aber in sehr mäßigem Umfang (Angaben

---

1) R.Reisch, Präsident der österr. Nationalbk. Zeitschr. für Nat.ök. Bd.I. 1930, S.220. „Die Feststellung der Zwecke und Verwendungsarten der Lombardkredite wird allerdings nicht immer leicht sein".
2) Herrmann, Der Wechsel im Notenbankkredit. Plutus Aug. 1934.
3) Die Vorschüsse im Kontokorrent, in welcher Form die englischen Banken dem englischen Handel den Kredit geben,sind im Prinzip kurzfristig;sie werden aber leicht langfristig angelegt. Diese Art der Kreditverteilung verlangt von den Banken in den Beziehungen mit ihrer Kundschaft betr.der Verwendung der Kapitalien eine strengere Haltung.
4) Praktisch muß man auch eine Provision in der Gestaltung des Zinssatzes mitrechnen.

gibt es nicht in der Öffentlichkeit). Selten sind übrigens die Handelsfirmen, die in ihrem Portefeuille Wechsel mit 3 Unterschriften regelmäßig in genügender Menge haben, um ein Konto bei der B.d.F. zu unterhalten.

Wenn die Banken - große wie kleine - so viel diskontiert haben, wie sie können, verschaffen sie sich neue Liquiditäten durch Rediskont bei der B.d.F. und deswegen sind sie gezwungen, bei der Bildung eines großen Teils ihres Portefeuilles den Diskontbedingungen der B.d.F. Rechnung zu tragen.

Die B.d.F. bildet den normalen Ausgangsort des Portefeuilles, wenn die Banken ihre Liquidität stärken müssen oder wenn sie keine bessere Inkassomöglichkeiten haben. Die Banken bringen das Papier der B.d.F. immer so kurz wie möglich vor dem Fälligkeitstag. Es würfe kein gutes Licht auf die Bank, welche Papiere bei der B.d.F. rediskontierte, die kaum im Portefeuille geruht haben. Die kleinen Banken schließen sich diesem Brauch der großen an. Das findet seinen Ausdruck in der Tabelle der durchschnittlichen Fälligkeit der Wechsel im Portefeuille B.d.F. S.152.

Neben dem Rediskont bei der B.d.F. finden zahlreiche Rediskontgeschäfte unter Banken statt. Kleinere Banken rediskontieren bei großen und Tochter-, bei Muttergesellschaften, Provinzbanken bei großen Pariser Kreditinstituten. Natürlich ziehen die Provinz- und kleinen Banken vor, ihr Papier Banken anzubieten, die keinen Sitz in ihrer Gegend unterhalten und also ihnen nicht Konkurrenz machen können, wie z.B. die Banques d'affaires.

Die großen Banken haben das Prinzip, nie Material auf dem Markt anzubieten. Dagegen schlucken sie stets ein und praktisch unbegrenzt. Allein der Zinssatz, zu dem sie Papiere zu diskontieren geneigt sind, zeigt ihre Sättigung. Sie rediskontieren nur bei der B.d.F. und so spät wie möglich.

Der Markt scheint so ganz unter dem Einfluß der großen Depositenbanken zu stehen, sogar fast nur aus diesen Großbanken zu bestehen, die ständig Papiere entweder durch Diskont oder durch Rediskont schlucken und dadurch Geld schaffen.

Der Anteil der B.d.F. an den Diskontgeschäften des Geldmarktes kann mit folgenden Zahlen bezeichnet werden unter Berücksichtigung, daß wir nur CIC, Cr.L., CCF., St.Gen., BNC., BNCI., CNEP., BPPB erfassen und die BDNat. bei den Privatbanken nicht ausschalten können.

	1926	1928	1930	1932
	Millionen fr.			
Portefeuille-wechsel der 7 Banken	19.286	26.205	25.269	26.552
Portef.B.d.F. Handelswechsel	4.540	4.648	8.448	3.485

b) Horsbanque - Privatdiskont.

Für das beste Papier, das von den Banken bevorzugt wird, entwickelt sich ein besonderer Markt, weitgehend organisiert, dessen Zinssätze nur eine kleine Streuung zeigen: den Markt Horsbanque, d.h. außerhalb der B.d.F. Dieses vorteilhafte Papier wird unter dem offiziellen Zinssatz gehandelt und also nicht bei der B.d.F. untergebracht.

Die Vorteile bestehen darin, daß die Anlage ganz sicher ist. Die Unterschriften sowohl des Ausstellers wie des Bezogenen, müssen erstklassig sein und selbst die Bonität der anbietenden Bank hat ihre Wirkung auf den Zinssatz. Die Unkosten werden dadurch am niedrigsten gehalten, daß nur größere Wechsel in Frage kommen: wenigstens fr. 10.000 und darüber hinaus. Aus demselben Grund muß das Papier noch wenigstens 45 Tage zu laufen haben, und damit die Anlage liquid ist, nicht über 90 Tage. Der Wechsel muß auf einen Bankplatz bezogen sein (um wiederum bei der B.d.F. rediskontfähig zu sein). Diese Bedingungen sind von der Union Syndicale des Banques nach Erfahrung der Praxis für ihre Mitglieder festgesetzt. Diese Vorteile finden ihren Ausdruck dadurch, daß das Papier zu einem unter dem Bankzinssatz liegenden Satz gehandelt wird.

Nach der Frankfurter Zeitung (1) betrug der Satz im Regelfalle vor dem Krieg 2 %, während jetzt der Satz 7/8 bis 1 % ist. Besonders in den Perioden der großen Liquidität (wie z.B. im Sommer und Herbst 1927) bestand die Konkurrenz der verschiedenen Kreditinstitute weniger in dem Suchen nach neuen Depositen, als in der Jagd nach diskontfähigen Wertpapieren. Der Satz für Privatdiskont verlor seine Eigenschaft als Begünstigung und wurde auch von den Banken ihren Privatkunden gemeinhin gewährt, was nicht ohne Bedenken betr. der Ausdehnung der Wechselreiterei war. Die Tatsache, daß die B.d.F. für alle Bankplätze, praktisch für ganz Frankreich zum normalen Incassoboten der anderen Banken geworden ist, findet ihren Ausdruck in der Berechnung der Zinsen. Der Begriff „Horsbanque" schließt in sich, daß der verabredete Zinssatz für die Tageszahl minus 8 Tage gilt. Die 8 Tage werden zum offiziellen Banksatz gerechnet. Z.B. bei der Diskontierung eines Wechsels, der noch 50 Tage zu laufen hat, werden bei Privatdiskontsatz 2 1/2% und offiziellem Banksatz 3 %, 42 Tage zu 2 1/2 % und 8 Tage zu 3 % berechnet. Die Banken, die über keine oder wenige Niederlassungen verfügen, können ohne Verlust das Papier 8 Tage (Minimum bei der B.d.F.) vor der Fälligkeit, der B.d.F. diskontieren und diese hat für das Inkasso zu sorgen.

Das Geschäft trägt die Umsatzsteuer von 2 %, die auf Grund des Zinsertrages berechnet wird und diese Steuer fällt dem Diskonteur zur Last.

Der Diskonteur erhebt außer dem Zins eine Dreimonatsprovision, die nach der Lage des Marktes 1/8 bzw. 1/4 % beträgt (2). Der Verkäufer legt der Kasse des Käufers eine Rechnung vor, die den Namen Aval trägt (die gleiche Rechnung in dem Verkehr zwischen den Banken und ihren Kunden heißt bordereau). Diese Rechnung wird entweder durch Verrechnung über die chambre de compensation oder durch einen roten Überweisungsscheck über die B.d.F. beglichen.

---

1) Frankfurter Zeitung vom 4. Januar 1935.
2) Ricard Revue d'Econ. polit., 1928. Le marché monétaire et des changes.

Diese Geschäfte finden entweder direkt von Bank zu Bank, wenn diese in Geschäftsverbindung stehen, und oft zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft oder indirekt durch Vermittlung eines Maklers statt. Seine Provision beträgt in der Regel 1/8 % pro Jahr. Sie wird vom Verkäufer getragen. Dieser kreditiert das Konto seines Maklers. Sehr oft betrachtet der Makler, der regelmäßig und sogar in der Hauptsache Devisenmakler ist, diese Tätigkeit als Reklame und Kundenwerbung und verlangt kein Honorar. Außer den französischen und ausländischen Banken treten auf dem Markt Hors-banque verschiedene Verwaltungen und große Unternehmungen, die nach liquiden und sicheren Anlagen suchen, z.B. die Eisenbahngesellschaften, die Versicherungsgesellschaften, die Compagnie du Canal de Suez, die großen Kaufhäuser und ähnliche Privatunternehmungen, der Crédit foncier de France und die Caisse des Depots et Consignations auf, die Staatskassen dagegen nie und die B.d.F. naturgemäß auch nicht.

Diese Geschäfte werden als Anlage betrachtet und das Material, das einmal gekauft worden ist, kommt in der Regel nicht mehr auf den Markt zurück.

Die meisten Geschäftsabschlüsse finden im Laufe des Vormittags statt. Einige kommen am Frühnachmittag bei der Sitzung der Devisenbörse zustande, wobei sich die Vertreter der Banken und die Makler in einem Saale versammeln. Es wird nicht wie in London durch regelmäßige Besuche der Brokers bei den Banken verfahren, sondern mittels Telephon. Das starke persönliche Moment verursacht größere Unterschiede in der Zinsbildung und macht eine offizielle Notierung unmöglich. Was die Zeitungen veröffentlichen, entsteht aus privaten Anfragen derselben bei den Banken.

Auf dem Markt hors-banque müssen wir den Wechseln der Eisenbahngesellschaften einen besonderen Platz einräumen. Im allgemeinen erlauben sie ihren Lieferanten auf sie zu ziehen, doch machen sie seit einigen Jahren (1) von dieser Regel Ausnahmen. Einige Gesellschaften nehmen die Tratten ihrer Lieferanten an, die,

---

1) Seit einigen Jahren sind sie in stetigem Defizit.

wenn ihre Fälligkeit zwischen 45 und 90 Tagen liegt, ein ausgezeichnetes Diskontmaterial bilden (1).

Die Eisenbahngesellschaften nehmen zwecks ihrer Kassenhaltung kurzfristiges Geld herein und geben Solawechsel aus, die in 3 - 6 Monaten oder 1 Jahr fällig sind. Die Banken diskontieren diese Wertpapiere mit Vorliebe und zu einem sehr günstigen Zinssatz.

Ein sehr bedeutender Teil des Marktes hors banque hat zum Objekt die Bons de la Défense nationale (= B.D.Nat.). Sie sind der Rest (siehe das Kapitel über die Amortisationskasse) der Ausgabe während und nach dem Kriege.

Es sind Bonds auf 2 Jahre und scheinbar dürften wir sie hier nicht erwähnen. Sie waren früher auf kurze, manchmal sehr kurze Sicht ausgestellt, sie rechnen noch heute zu dem Geldmarkt, weil sie bei der B.d.F. diskontfähig werden, wenn sie nur noch 3 Monate zu laufen haben. Es blieben 1933 (2) nur noch 26.448 Millionen Franken im Umlauf. Der achte Teil dieser Summe, d.h. etwa 3 1/2 Milliarden stehen in den letzten 3 Monaten vor der Fälligkeit und bilden für den Markt Material.

Ihre Bedeutung beschränkt sich nicht darauf. Die Praxis rechnet sie noch zu dem Geldmarkt, weil sie ausgezeichnete Anlagemittel bilden und ein Markt richtet sich ein für Bonds über 3 Monate Sicht. Wenn die Kassenhaltungen sehr reich sind, haben die Fälligkeiten die Neigung, sich auf 6 Monate, 9 Monate oder 1 Jahr zu verlängern. In solchen Perioden entsteht ein solcher Drang bei den Zeichnungen von Bonds auf 2 Jahre, daß nicht alle Nachfragen befriedigt werden können. Banken, die sich ein großes Paket sichern können, nehmen es nur mit der Absicht, den anderen Banken, die weniger Glück hatten, in der Zeitfolge

---

1) Diese Wechsel werden oft auf sehr lange Frist ausgestellt. Bis zur Diskontierungsreife, bei der sie auf den Markt hors banque gelangen, werden sie leicht lombardiert.

2) Jahresbericht der autonomen Amortisationskasse für 1933 - nach Frankfurter Zeitung.

Papiere mit einem kleinen Profit zu verkaufen (1).

Die Bonds sind zum größten Teil in dem Portefeuille der Banken untergebracht, und diese sind den Ereignissen der auswärtigen und inneren Politik gegenüber sehr empfindlich, mehr als das Publikum, und das bringt leicht in der Entwicklung des Marktzinssatzes Störungen, wie man es 1931 bemerken konnte. Die Wirkung der Ereignisse in Deutschland und England wurden in Frankreich verspürt. Die Banken verstärkten ihre Liquidität, ohne die abgelaufenen Bonds zu erneuern. Anstatt schon am ersten Tag des Monats abgeschlossen zu werden, dauerten die Zeichnungen über den ganzen Monat hindurch.

Die Zinssätze staffeln sich nach der Fälligkeit, die kürzesten werden zum niedrigsten Satz vergeben. Die Staffelung der Zinssätze hängt von der Geldlage ab.

Diese Wertpapiere werden pro Stück über 100.000 und 50.000 Franken nominal gehandelt und die Geschäfte sind von der Umsatzsteuer in Höhe von 2 % befreit.

II. Die Banken.

Wir haben bis jetzt gesehen, was das Objekt des Geldmarktes ist, wir wenden uns jetzt den Organen des Marktes, den Banken, die das Geld zugleich schaffen und zirkulieren lassen, zu.

Die Organisation eines Banksystems kann nur organisch verstanden werden; diese Frage bildet kein geschlossenes Problem, sondern hängt sehr viel von den allgemeinen Bedingungen des Wirtschaftslebens ab.

Betrachten wir die Gründung der großen französischen Kreditinstitute; sie deckt sich mit der Blüte

---

1) „Die Nachfrage nach BdNV stieg wesentlich, sodaß die Zeichnungen bedeutend den Betrag der Rückzahlungen übertrafen, woraufhin die Verzinsung dieser Bonds am 19.Mai 1934 auf 3 1/2 % und am 8.Juni 1934 auf 3 % herabgesetzt werden konnte". Frankfurter Zeitung Betr. Jahresbericht der autonomen Amortisationskasse für 1933.

der Wirtschaft in den ersten Jahren der Regierungszeit Napoleons des III. In dieser Zeit erscheint die Dampfmaschine in ihrer praktischen Durchführung und ermöglicht die stark entwickelte Industrialisierung des 19. Jahrhunderts, des Jahrhunderts der Dampfmaschine. Die Eisenbahnen kürzen die Entfernungen ab und regeln den Verkehr. Sie fördern die schon stark vorgeschrittene Zentralisation des ökonomischen Lebens sowie der Kultur, der Kunst, der Literatur, der Wissenschaft, des gesellschaftlichen Lebens - in Paris, um es zu dem Mittelpunkt Frankreichs zu machen. Dort sollten sich die großen Banken entwickeln.

Auch in dieser Zeit erfährt der internationale Verkehr einen starken Anstoß: dem Handelsvertrag mit England auf der Basis des Freihandels, 1860 abgeschlossen, folgten bald mehrere andere, in demselben Geist, mit anderen Ländern.

Die französische Ein- und Ausfuhr, beide zusammen, stiegen von 3906 Millionen Francs 1859 auf 5730 Millionen Francs 1865 und auf 6225 Millionen Francs 1869.

Die Entstehung der großen Banken um diese Zeit ist nicht nur das Ergebnis des Zusammenfallens technischer und ökonomischer Ereignisse günstigen Einflusses und erster Bedeutung; auch die Gesetzgebung stand dieser Bewegung nicht fremd gegenüber. Dies ist wichtig, denn der ökonomische Fortschritt verlangt eine Gesetzgebung, die ihn in seiner Entwicklung nicht behindert: dabei sei an die Gesetzgebung über die Gründung der Aktiengesellschaften gedacht. Nach dem Code de Commerce von 1807 konnten Aktiengesellschaften gegründet und ihre Satzungen nur infolge einer Kabinettverordnung geändert werden, und die staatliche Genehmigung erfolgte nur nach Prüfung seitens des Conseil d'Etat und unter sehr langwierigen Formalitäten. Was die Kommanditgesellschaften anbelangt, enthielt das französische H.G.B. keine Anordnung und keine Sicherungsmaßnahmen (1). Die Notwendigkeit der staatlichen Genehmigung wurde durch zwei Grundgesetze

---

1) Der Crédit Lyonnais war infolgedessen zuerst eine Kommanditgesellschaft.

von 1863 und 1867 (1) abgeschafft: Diese Gesetze brachten eine Reglementierung und eine Veröffentlichungspflicht der Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften, die den Bedürfnissen des ökonomischen Lebens mehr angepaßt waren.

Die Gesetzgebung von 1865 über den Scheck stammt aus derselben Zeit wie die großen Kreditanstalten und gab ihnen die Grundlage für das moderne Geldwesen.

Das älteste Kreditinstitut ist das, ursprünglich unter Beteiligung des Staates 1848 gegründete, Comptoir d'Escompte de Paris. Es war Bestandteil eines wohlorganisierten Kreditsystems, dessen Lokalbanken sich das ganze Gebiet Frankreichs austeilten, um überall Wechsel zu diskontieren. Es sind nur wenige davon geblieben: Das Comptoir d'Escompte de Paris und das Comptoir d'Escompte de Mulhouse und einige andere.

Die CIC (Société générale de Crédit industriel et commercial) wurde 1859 und der Crédit Lyonnais 1863 gegründet. Die Bedeutung des zweiten ging zuerst nicht über die einer Lokalbank hinaus; sie stand in Verbindung mit Genf und war zusammen Depositen- und Spekulationsbank. Erst 1872 erlangte sie eine nationale Bedeutung.

1864 wurde die Société générale gegründet.

1913 wurden die Niederlassungen des Comptoir d'Escompte de Mulhouse auf französischem Gebiet abgetrennt und bildeten die Banque nationale de Crédit, die sich sehr rasch entwickelte und sich damit den ältesten Kreditinstituten gleichstellte. 1932 tritt an ihre Stelle die Banque nationale de Crédit à l'industrie (BNCI).

Die Banques d'affaires sind später entstanden und nahmen verschiedene Entwicklung.

1850 Caisse des actions réunies (Mires) (†)
1852 Crédit mobilier (erste) (Pereire) (†)
1854 Caisse générale des chemins de fer,
J. Mires u. Cie (†)
1872 Banque de Paris et des Pays-Bas

---

1) Dieses letzte wurde vorbereitet und veröffentlicht in dem Jahre, als der erste Crédit mobilier stürzte.

1881 Banque Transatlantique
1898 Banque Privée (+)
1901 Banque française pour le Commerce et l'Industrie
1902 (3.) Crédit mobilier français.
1904 Banque de l'union parisienne
1904 Société centrale des Banques de province (+)
1911 Crédit francais (+)
1920 Société parisienne de Banque

a) Depositen-Spekulationsbanken.

Es ist eine sehr alte Einrichtung des französischen Bankwesens, daß die Banken sich nach ihrem Betätigungsfeld in zwei Arten teilen lassen: Die Depositenbanken stehen den Spekulationsbanken gegenüber. Die ersteren suchen nach kurzfristigen Depositen und geben ihrer Kundschaft nur kurzfristige Kredite. Die Banques d'affaires geben in ihren Bilanzen dem eigenen Vermögen und den langfristig geliehenen Geldern eine größere Bedeutung; ihre besondere Rolle besteht in Gründungen neuer Unternehmungen, ihrer finanziellen Unterstützung und der Ausgabe ihrer Aktien, bzw. Obligationen unter dem Publikum, um derart die angelegten Kapitalien wieder frei zu bekommen.

Hahn versucht diese beiden Kategorien von Banken mit seiner Einteilung in Kreditschöpfungsbanken und Krediterscheinungsbanken (1) in Einklang zu bringen. Danach würden „die Spekulationsbanken den Kredit schöpfen und dieser würde bei den Depositenbanken erscheinen. Die ersteren allein würden also neuen Kredit geben, die anderen nur den Kredit, den sie bekommen, weiter zirkulieren lassen.

Diese Auffassung ist nicht befriedigend, und das Gegenteil wäre eher richtig, denn die Depositenbanken „schaffen" wohl mehr neue Kredite in ihren gewaltigen Geschäften, als die Spekulationsbanken. Andererseits kann der langfristige Kredit der Spekulationsbanken nicht von ihnen ad hoc geschaffen werden - wenn sie

---

1) Hahn, Volkswirtsch. Theorie des Bkkredites, 1920, S. 56.

nicht bald in Konkurs geraten wollen. - Dieser Kredit kann nur durch Stehenlassen von Guthaben seitens der Kundschaft, d.h. im Sinne Hahns durch Kreditkonsolidation (1) also auf Sparen, beruhen.

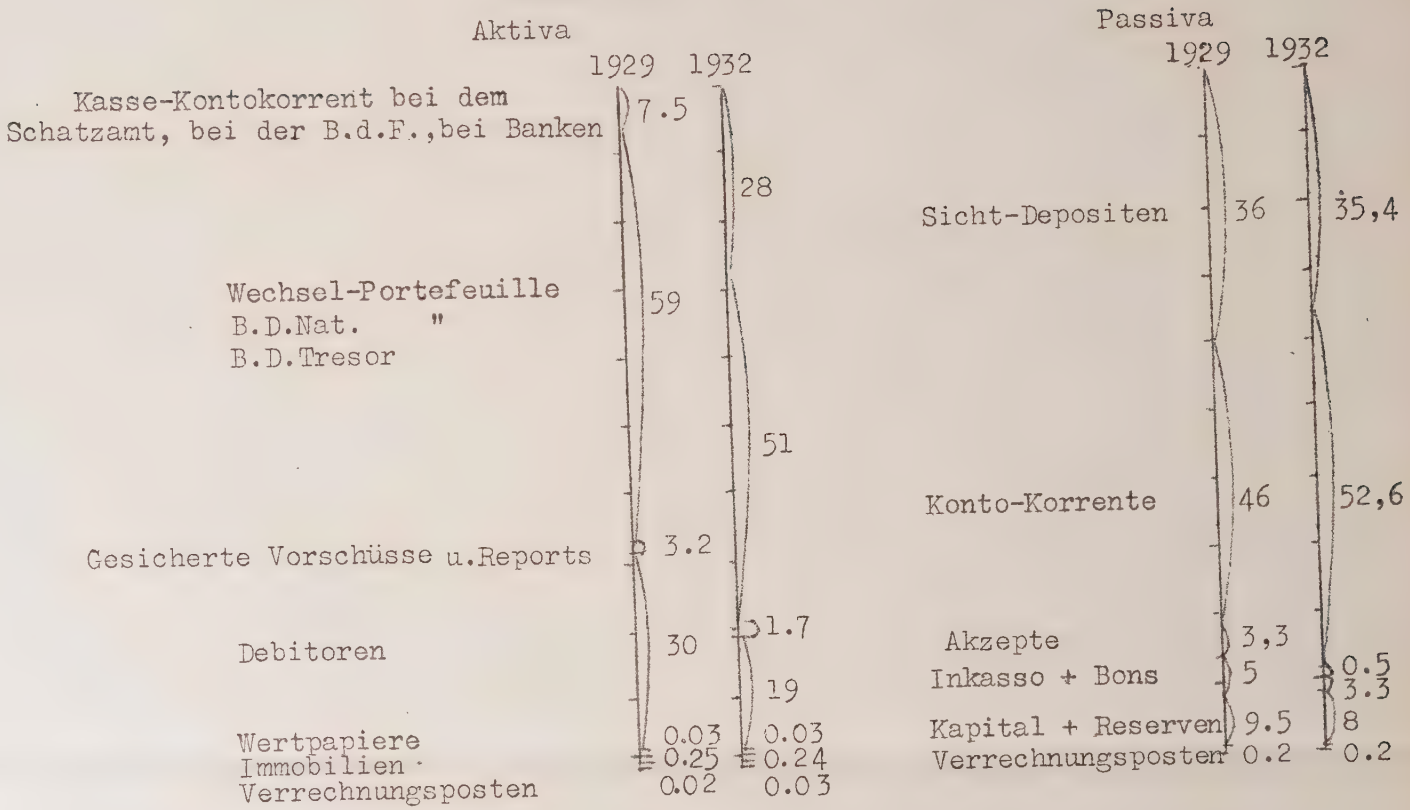
Die Depositenbanken geben den Unternehmern Kredit, damit diese sich mit Gütern des reproduktiven Konsums versorgen - also nach unserer und der Budge'schen Auffassung, Kapital -. Die Spekulationsbanken räumen Kredite ein, die zur Beschaffung von produzierten Produktionsmitteln oder Zwischenprodukten dienen. Das Tätigkeitsfeld der Depositenbanken ist also vielmehr dem Geldmarkt und das der Spekulationsbanken dem Kapitalmarkt (2) (im Sinne der Praxis) zugewandt. Dies findet seine Bestätigung in der Arbeitsteilung und dem Zusammenwirken, wie es besonders vor dem Kriege der Fall war (3). Die Banques d'affaires bildeten ein Syndikat, um das Kapital einer zu gründenden Gesellschaft aufzubringen oder um die Zeichnung einer Anleihe zu sichern. Das Syndikat hatte an der Spitze die Spekulationsbank, die die Mehrheit der Kapitalien brachte und es bildete sich außerdem aus Mitgliedern der Haute Banque, aus Banken von Paris und der Provinz und einigen Großkapitalisten.

Dabei war die Rolle der Depositenbanken sehr begrenzt. Sie wurde in den Beziehungen mit dem Publikum ausschlaggebend. Die Depositenbanken stellten gegen Provision dem Syndikat ihre zahlreichen Schalter zur Verfügung. Man betrachtet allgemein ihre Rolle in der Beziehung ganz unter privatwirtschaftlichem Gesichts-

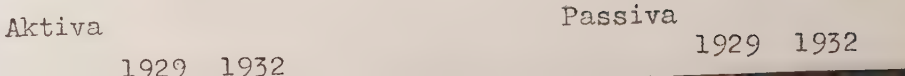
---

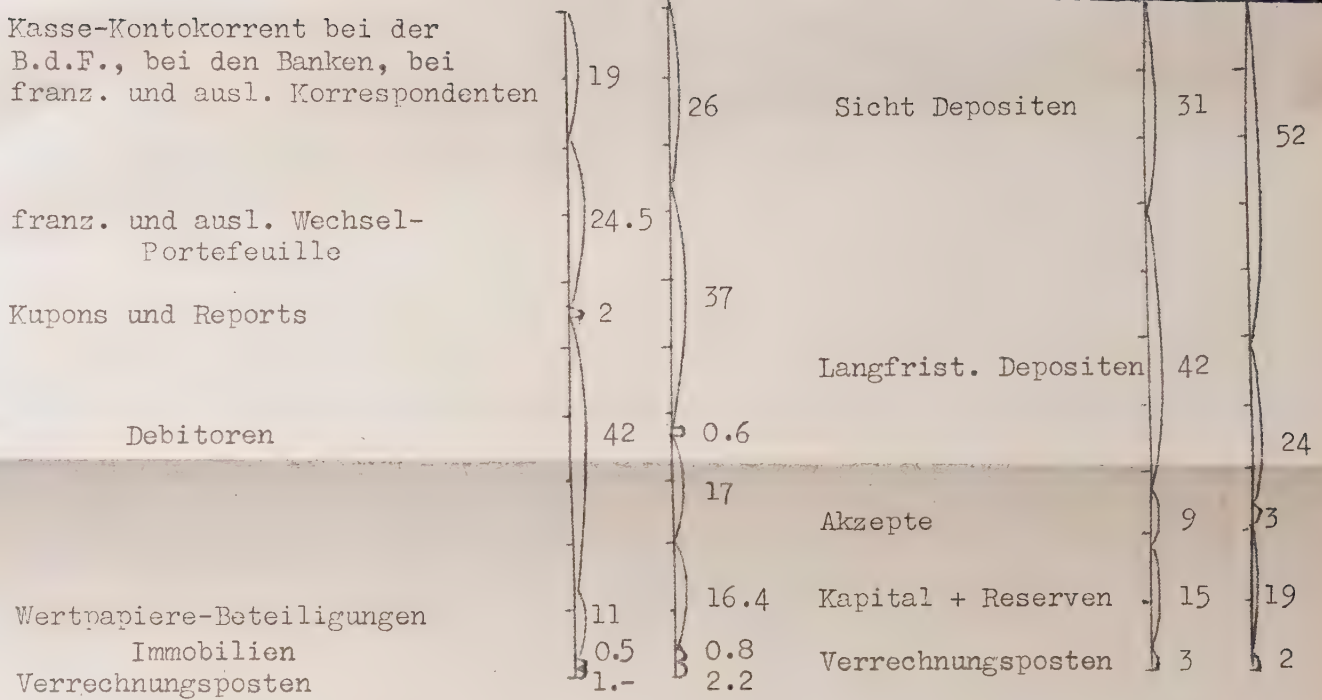
1) Hahn, volkswirtsch. Theorie des Bkkredites, 1920, S. 48.
2) Wenigstens theoretisch, denn in der französischen Bankpraxis gibt es keinen reinen Typ der einen oder anderen Art. Die Depositenbanken nehmen immer nach dem Maß ihres Kapitals an den Gründungsgeschäften der Spekulationsbanken Anteil. Diese betätigen sich auch an kurzfristigen Kreditgeschäften. Viele Banken sind gemischte Typen.
3) Während des Krieges und der Inflation erfolgte eine starke Annäherung der beiden Typen. Später bestand wieder die Neigung zur Trennung.

Crédit Lyonnais.



B. P. P. B.




Kasse-Kontokorrent bei der B.d.F., bei den Banken, bei franz. und ausl. Korrespondenten
19
26
franz. und ausl. Wechsel-Portefeuille
24.5
Kupons und Reports
2
37
Debitoren
42
0.6
17
16.4
Wertpapiere-Beteiligungen
11
Immobilien
0.5
0.8
Verrechnungsposten
1.-
2.2
Sicht Depositen
31
52
Langfrist. Depositen
42
24
Akzepte
9
3
Kapital + Reserven
15
19
Verrechnungsposten
3
2

punkt, ihre volkswirtschaftliche Bedeutung ist eine andere.

Die Depositenbanken dienen der Schöpfung und der Zirkulation des Geldes und bilden daneben gewaltige Sparkassen, neben den anderen Sparkassen. Der komplementäre Begriff der Zirkulation ist die Nichtzirkulation, nach Hahn die Kreditkonsolidation (1), eine Form des Sparens. Die Kreditzirkulation wird durch den Inhaber des Kontos angehalten; dieser verfügt über sein Guthaben nicht mehr und läßt es bei der Bank stehen. Darin müssen wir den Sparprozeß eines Wirtschaftssubjektes sehen. Es hat ein Gut in die Wirtschaft gebracht, ohne den Gegenwert zurückzunehmen und es bleibt ihr Gläubiger. Dieses Wirtschaftssubjekt überläßt der Wirtschaft für vielleicht längere Zeit Konsumgüter. Mit diesen Gütern werden neuere und längere Produktionsprozesse in Gang gesetzt.

Durch ihre zahlreichen Schalter stehen die Depositenbanken in Verbindung mit den Sparern und führen in ihren Buchhaltungen die stillgehaltenen Konten; sie sind in der besten Lage, um ihnen Wertpapiere zu verkaufen. Was aber dabei volkswirtschaftlich am interessantesten ist, ist der Rückfluß von Spargeldern, vom Sparer zu der Spekulationsbank über die Depositenbank.

Wir haben die beiden letzten Bilanzen einer bedeutenden Depositen- und einer bedeutenden Spekulationsbank prozentual berechnet und gegenübergestellt. (siehe Einlage).

Die Einteilung zwischen den beiden Banktypen ist nicht absolut, sie hat nur tendenzielle Bedeutung. Die Credit Lyonnais ist eine der ausgesprochensten Typen der Depositenbanken. Die B P P B ist nicht nur die bedeutendste und die älteste, sondern gilt auch als typische Banque d'affaires.

Wir entnehmen aus dem Buch von Baldy (2) (1926) die folgende Tabelle und verlängern sie für 1931 und 1932. Daraus kann man deutlich den Unterschied

---

1) Hahn, Volkswirtsch. Theorie des Bkkredits, Tüb. 1920, S. 48.
2) Baldy, Les Banques d'affaires Paris 1926.

zwischen den beiden Bankarten erkennen.

Gesamtsumme der Posten „Portefeuille Titres" und „Participations financières" in Prozent des Gesamtaktivums.

	1900 bis 1913			1931	1932
	max.	min.	Dchschn.		
Cr. Lyon.	04	03	038	0,02	0,03
B P P B	30	13,1	21	16,55	16,40
B U P	28,6	10,3	19,3		
Cr. mob.	43,4	10,3	24,6		
Bq. franç.	25,6	6,8	14,4		
Crt. franç.	25,9	15,2	21,4		

Die folgende Tabelle ergänzt das schon gewonnene Bild.

Verhältnis der Eigenkapitalien zu dem Gesamtpassivum:

	1913	1919-26	1932
Cr. Escpt.	13 %	6,5 %	8,20 %
Crt. Lyon.	15	7,5	7,98
Soc. Gen.	23,50	9,5	8
B P P B	18	13,5	19
B U P	21	15,5	-

Das Passivum läßt sich auch folgendermaßen einteilen, wobei die Arbeitsweise der Banken beider Arten klar herauskommt. Tabelle nach:
Commercial Banks 1925/1933. Leage of nations. Genève 1934, Seite 49. (Tabelle siehe nächste Seite.)

Die zwei ersten Tabellen zeigen, daß die Trennung schärfer geworden ist, sogar schärfer als vor dem Krieg. Die Posten „Wertpapiere" der Crédit Lyonnais fallen von 0,3 auf 0,03. Die Société Générale rückt entschieden in die Gruppe der Depositenbanken. Bemerkenswerterweise hat diese Entwicklung ohne Einwirkung des Gesetzes stattgefunden.

Man sieht also, wie die Banken sich die Arbeit eingeteilt haben. Die einen suchen das Vertrauen des Publikums zu gewinnen und zogen sich von jeder Speku-

Gliederung der Depositen in Prozenten der Gesamtdepositen.

	1925	1929	1930	1931	1932
Bq. Depots					
Kontokorr.u. Sichtdepos.	96,7	92,7	92,2	93,8	94,2
andere Depos.	3,3	7,3	7,8	6,2	5,8
Bq. d'affaires					
Kontokorr. u. Sichtdepos.	67,7	57,4	64,0	64,7	70,5
andere Depos.	32,3	42,6	36,0	35,3	29,5
alle Banken					
Kontokorr.u. Sichtdepos.	93,0	89,1	89,5	91,7	92,5
andere Depos.	7,0	10,9	10,5	8,3	7,5

lation zurück. Die anderen spekulieren, aber verzichten auf jeden Verkehr mit den Sparern (1). Diese Trennung ist entstanden, um Vertrauen zu erwecken.

Nicht überall ist diese Trennung durchgeführt und nicht überall aus denselben Gründen. In England ist sie das Ergebnis der englischen Auffassung (?) der Bankiers. Diese rein englische Auffassung ist im Sinne des Wortes „Banker" einbegriffen, ein Ausdruck der im 17. Jahrhundert entstanden und viel enger ist, als die Bedeutung der Wörter Banque oder Bank. Diese scharfe, enge Auffassung schließt Finanzierungs- wie auch Akzeptgeschäfte aus. Andere Anstalten mußten gegründet werden - die keine „Banken" waren - um diese Geschäfte zu betreiben.

---

1) Nicht nur haben sie keine Zweigniederlassung in Frankreich, sondern m.E. verpflichten sich sogar die Konteninhaber, wenigstens eine Einlage von 5000 Frs. zu machen.
2) Marie Dessauer „Bankwissenschaft" 1929.

Die französischen Banken sind später gegründet worden, und zu dieser Zeit hatte das Mobiliareigentum - wenn auch nicht so stark entwickelt wie heute, - schon einen beträchtlichen Umfang. Die französischen Banken haben das Wertpapiergeschäft in den Rahmen ihrer Tätigkeit einbezogen. Die 15 Jahre aufeinanderfolgenden Zusammenbrüche des Crédit mobilier der Gebrüder Pereire (1867) und der Union Générale (1882) zeigte die Gefahr, die beiden Geschäfte nicht scharf genug gegeneinander abzugrenzen. Sie waren noch ein Beweis dafür, wie schwer es für eine mit der Industrie oder dem Handel - vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus gesehen - in Kommanditgeschäft verwickelte Depositenbank ist, genau das Maß dafür einzuhalten, das die Natur ihrer Kapitalien, mehr oder weniger Sparkonten, ihr aufzwingt. Das sicherste Mittel dagegen schien die scharfe Trennung der Banken. Es wurde von M. Germain, Direktor der Crédit Lyonnais zuerst erkannt, und er stellte rücksichtslos seine Kreditanstalt in eine reine Depositenbank um. Die anderen folgten in verschiedenen Abstufungen.

Die Zurückhaltung der großen Kreditanstalten den Finanzierungsgeschäften gegenüber hemmte die Entwicklung der Industrie, die nur noch schwer zu den Sparern gelangte. Die Generation der Banques d'affaires füllte diese Lücke.

Die Trennung ist in Deutschland nicht durchgeführt worden, weil die Deutschen Banken in erster Linie die nationale Industrie in ihrer starken Entwicklung förderten. Sie mußten ihr schnell die Kapitalien besorgen, deren sie stets und ständig bedurfte; sie richteten sich darauf ein, der Sparbildung vorzugreifen und zu eskontieren, in der Praxis hieß dieser Prozeß die Ablösung von Kontokorrentkredit durch Effekten. Die Ereignisse in Belgien und in Amerika zeigen, daß man dort unter dem Druck der Krise gesetzlich zu einer Trennung der Depositen- und Spekulationsbanken schritt. In Anpassung an die belgische Bankreform wurde die Société Générale de Crédit et de Dépots gegründet (November 1934) als Depositenbank, während die Société Générale de Belgique nur noch den Charakter eines Trustes hat. Die erste übernimmt das

kurzfristige Geschäft der zweiten und dazu schließt sie 12 Provinzbanken an sich, die in ihren regionalen Bezirken über ein ausgedehntes Netz von Zweigniederlassungen verfügen.

Italien hat schon 1930 diesen Weg eingeschlagen. Der Credito Italiano ist eine Depositenbank und die Banco Nacionale di Credito beschäftigt sich mit der Industriefinanzierung, oder Depositengeschäft. Ähnlich übernimmt der Istituto Mobiliare Italiano (November 1931 gegründet) die Beteiligungen der B.C.I. (Banca Commerciale Italiana), die ihre Tätigkeit auf kurzfristige Geschäfte beschränkt.

b) Konzentration.

Die französischen Banken sind der Konzentrationsbewegung gefolgt, die sich in der ganzen Welt (1) vollzieht. Der Geldmarkt wird von einer sehr kleinen Zahl von Banken beherrscht. Wir beobachten jetzt das Ergebnis einer Entwicklung, die Jahrzehnte gedauert hat, aber vielleicht ihren Höhepunkt erreicht hat. Die Zahl der großen französischen Banken entspricht der gleichen Zahl in anderen Ländern. Die Umorganisation der Banque Nationale de Credit (B.N.C.) 1932 hat nicht zu der Fusion mit einer glücklicheren Konkurrentin geführt.

Wie Mireaux (2) mit Recht sagt, trägt die Bank mehr als irgend eine kaufmännische Tätigkeit den Keim der Konzentration in sich. Man kann sagen, daß der Bankier à pile ou face spielt und das Gesetz der großen Zahlen stört, indem er dem Publikum Vertrauen (für sein Institut) einflößt. In normalen Zeiten kann

---

1) Trotz eines Rückschlages infolge der jetzigen Krise die jedoch offenbar die Grenzen für den Fortschritt in dieser Richtung gezeigt und Gefahren enthüllt hat, welche die Vorteile der Konzentration überwiegen. Die Aufteilung in Linke -, in Ougrée- Marihaye-Konzern, bei der Hapag sind bedeutende Beispiele in dieser Richtung.

2) Emile Mireaux, Les miracles du crédit. Paris 1930, S.16.

er, infolge des Gesetzes der großen Zahl mit einer stabilen Zahl an Depositen rechnen. Bei einer Bank, die an ihren Schaltern täglich 10000 Kunden empfängt, gibt es eine Möglichkeit gegen 10, daß auf diese 10000 Geschäfte mehr als 5100 zu den Depositen und weniger als 4900 zu den Abzügen (oder umgekehrt) fallen; eine Möglichkeit gegen 10000, daß mehr als 5200 zu den Depositen und weniger als 4800 zu den Abzügen (oder umgekehrt) fallen; eine Möglichkeit gegen eine Milliarde, daß man mehr als 5300 Abzüge rechnet. Die Banken sind also zu einer dauernden Vergrößerung gedrängt, weil ihre Bedeutung sie weniger angreifbar macht. Bis zum Grenzfall einer einzigen Bank in der Wirtschaft.

Aber soweit sind wir noch nicht. Praktisch sehen wir heute, daß ihre Größe ihr Ansehen hebt, das Vertrauen, das sie genießen, stärkt und zu ihren Gunsten das Gesetz der großen Zahlen stört. Man leiht nur den Kapitalkräftigen.

Nicht zu unterschätzen ist der Glaube, der Staat würde eine größere Bank nicht fallen lassen. Es war früher nicht wahr (Krach der Crédit Mobilier und der Union Générale). Der französische Staat hat seidem, seit dem Krieg, seine Einstellung der Wirtschaft gegenüber geändert und 1931 hat er 3 Milliarden (1) geliehen, um Banken zu retten, die in Schwierigkeiten geraten waren (2).

Dazu kommen noch technische Momente. Die Akzepte der großen Banken können leichter und vorteilhafter verkauft werden. Die großen Kreditanstalten können besser zwischen ihren zahlreichen Kunden eine strenge Risikoverteilung zwischen Bezirken und Branchen durchführen. Sie bilden durch ihre Größe schon einen Geldmarkt in sich und ihre Mittel werden besser ausgenutzt, da eine kleinere Liquiditätsreserve nötig ist.

---

1) Der deutsche Volkswirt, Juni 1932.

2) Dieser Entwicklung bewußt, zog oft das Publikum seine Kapitalien aus den kleineren Banken heraus, um sie den großen anzuvertrauen. Die Krise wirkt sich also zu Gunsten der größeren oder mit dem Staat gebundenen Banken aus.

M. Jean Loriot veröffentlichte 1928 (1) folgende Zusammenstellung, die uns ein Bild über den Grad der Konzentration gewinnen läßt.

Schätzung der Summen „Depositen" und „Kontokorrent".

4 große Kreditanstalten	26400	Millionen	Frcs.
B N C + C C F	5800	"	"
3 große Spekulationsbanken	2700	"	"
27 Regionalbanken	10800	"	"
verschiedene Pariser u. ausländisch-franz.Banken	2000	"	"
Algerianische Banken	2000	"	"
	49700	Millionen	Frcs.

Diese Schätzung ist nur als „Ordre de grandeur" zu betrachten und ist keineswegs vollständig. Die Gesamtzahl der Depositen ist überhaupt unmöglich zu erreichen (2) „car êut-on même à sa disposition les bilans des quelques 260 banques qui en publient il resterait à tenir compte des banques particulieres"(1). Eine vollständige Zusammenfassung würde die Bilanzen der anderen regionalen und lokalen Banken der Niederlassungen ausländischer Banken, der B D F, der Banques populaires, der caisses de crédit agricole, der Postscheckverwaltung und in einem gewissen Umfang der Sparkassen erfassen.

Das Hauptmittel der Konzentration wurde die Gründung von Niederlassungen. Popesco Demétré der diese Frage besonders bearbeitet hat, schreibt: „En feuilletant les comptes des grandes banques ... nous sommes arrivés à croire que leur moyen principal pour parvenir au développement d'aujourdhui à été la création de succursales .....elles ont rarement employé le moyen „absorbtion" et le plus souvent les grandes banques de Dépots ont créé directement leurs nouveaux sièges dans les localités ou le besoin s'en

---

1) Revue d'Economie Politique 1928. Les Banques S. 536.
2) Siehe die Studie von Hahn, Institut für Konjunkturforschung, Sonderheft 4.

faisait sentir" (1).

Wir haben wenig hinzuzufügen. Wir können nur einige Zahlen geben, um die Entwicklung zu illustrieren (2).

Zusammen hatten Crédit Lyonnais, Société générale und C N E P :

1917	1270	Dauerbüros
1927	mehr als 1450	"
1928	" " 1730	"

Hinzu müssen gezählt werden B N C (566) und CIC (46) also im ganzen 2340 Dauerbüros, zudem zahlreiche periodische Büros, die nur zwei oder dreimal in der Woche und am Markttage geöffnet sind (3). Diese Zahlen haben seitdem durch die Krise nur wenige Veränderungen erfahren.

---

1) Popesco Demétré, le marché monétaire et le mouvement de Concentration et d'expansion des banques francaises depuis 1918, jusqu' à la fin de 1928 dissertation Straßburg 1930, S. 58.

2) D i e s e Zahlen können schwer zusammengestellt werden, weil die Einteilung einer Bank mit der der anderen nicht übereinstimmt und die Banken veröffentlichen in der Regel die Zahl ihrer Niederlassungen in ihren Jahresberichten nicht.
Siehe auch: Der deutsche Volkswirt, Juni 1932.

3) Bankstellen der Berliner Filialgroßbanken.

	Hauptst.	Zweigst.	Deposit.Kass.u. Agenturen.
Ende 1914	7	115	239 (362)
" 1929	4	750	-
Mitte 1933	3	687	550 (1240)

Regionalbanken mit regional verteilten Filialen.

1913	58	1548	zusammen: 1606
1932	29	1324	" 1353

Nach Untersuchung des Bankwesens 1933 Bd.1, Referat Walb, Seite 117-120.
Es darf die Bedeutung der Sparkassen und der Kreditgenossenschaften in Deutschland nicht vergessen werden. Die letzten haben in Frankreich nicht ihresgleichen.

Die Regionalbanken folgen derselben Politik und sehr oft in größerem Maße. Sehr oft unterhalten sie 40-50 Dauerbüros. Warum diese Politik, die, trotz der teuren fixen Kosten der Einrichtung, trotz der Schwierigkeiten der Rekrutierung des Personals und besonders an leitender Stelle, das ganze Gebiet Frankreichs in einem immer enger werdenden, heute sehr vollkommenen Netz von Zweigniederlassungen, Sitzen, Büros aller Art überzieht? Das ist durch die Bedeutung des Sparens für den Geldmarkt und durch die besondere Eigenschaft des Sparens in Frankreich zu erklären. Die Banken dringen bis in die kleineren Ortschaften ein, um die Spardepositen zu sammeln und verwandeln diese von kurzfristigen in langfristige Darlehen, um sich die Kraft zu verschaffen, einen größeren Anteil an dem Geldverkehr und an der Kreditschöpfung zu erhalten.

c) Einfluß des Sparens auf den Geldmarkt und die Politik der Banken.

Wie gesehen, entfernen wir uns von jeder Auffassung, wonach „nur Zahlungsmittel Kapital sind" (1). Diese Auffassung ist wohl privatwirtschaftlich richtig, aber die Geldschöpfung allein ist in der Wirtschaft noch nicht Güterbildung; wie Schumpeter an anderer Stelle sagt, bei der Geldschöpfung ohne die entsprechende Güterbildung „wird die alte Kaufkraft durch das Einströmen der neuen in den Raum der Volkswirtschaft komprimiert" (2), was einer Inflation gleichkommt. Eine Volkswirtschaft wird nicht reicher dadurch, daß man Banknoten druckt. Sicher wird in dieser Zeit mehr gearbeitet, die Kreditexpansion ruft neue Arbeiterschichten zur Arbeit (3); es tritt aber nur eine Verschiebung in der Gütereinteilung ein.

---

1) Schumpeter, Theorie der wirtsch. Entwicklung 1926, Seite 172.
2) ibid. Seite 158.
3) Hahn, Volkswirtsch. Theorie d. Bkkredites, 1920, Seite 139-140.

Mehr produzierte Produktionsmittel sind vorhanden, aber dafür weniger Konsumgüter und es dauert einige Zeit bis die produzierten Produktionsmittel das erhoffte Einkommen bringen, das eigentlich größer als das ehemalige sein soll. Daß eine Lücke in der Versorgung mit Konsumgütern entsteht, ist sicher und sicher sind auch die Folgen. Die Not ist die Folge des „Zwangssparens".

Allein das Sparen vergrößert den Reichtum einer Volkswirtschaft. Es allein kann uns die Mittel geben, wirtschaftlicher zu arbeiten, neuere, längere Arbeitsmethoden anzuwenden.

Das Sparen erfolgt immer auf das Einkommen, sowohl privatwirtschaftlich auf das Privateinkommen, als volkswirtschaftlich auf das Sozialeinkommen. Ersparnis ist der Unterschied zwischen Einkommen einerseits und Konsum andererseits, es seien unter Konsum alle Ausgaben verstanden, die für die Aufrechterhaltung des Kapitals nötig sind. Sparen auf produzierte Produktionsgüter gibt es nicht. Mit einem Haus z.B. kann man nichts anderes machen, als mit ihm vorsichtig umzugehen. Das Leerstehen ist nicht Sparen, sondern Verlieren. Die sparsame Verwendung verlängert dann die Leistungsfähigkeit des Produktionsgutes und drückt sich dadurch aus, daß eine Ermäßigung der Abschreibungen möglich ist, und deshalb kommt diese Erscheinung einer Erhöhung des jährlichen Einkommens gleich (1). Sie ist aber nichts anderes als Minderkonsum.

Das Sozialeinkommen wächst nur durch das Sparen, und das Sparen beruht immer auf Konsumgütern. Es ist für die Gestaltung des Geldmarktes wichtig.

In der Geldwirtschaft wird in Geld gespart, aber immer noch aus dem Einkommen.

Im Verhältnis zum Geldmarkt dürfen wir das Sparen nicht als einheitliches Vorgehen betrachten. Wir müssen den Begriff begrenzen und zwischen Sparbildung und Investition unterscheiden.

Die Sparbildung erfolgt privat- und volkswirt-

---

1) Man könnte es sich leicht an Hand unserer Schemen der folgenden Seiten vergegenwärtigen.

schaftlich zum größten Teil in Geldform und volkswirtschaftlich in Konsumgütern. Der Geldmarkt wird durch diesen Vorgang verflüssigt. Bei der Investition müssen wir das Geldanlegen in privatwirtschaftlichem Sinn von dem Geldanlegen in volkswirtschaftlichem Sinn unterscheiden. Das erstere, wobei wir das Kaufen von Wertpapieren besonders berücksichtigen wollen, hat keine - nur eine vorübergehende technisch bedingte - Wirkung auf den Geldmarkt. Wenn das Wertpapier bereits im Verkehr ist, handelt es sich nur um einen Personenwechsel. Bei einer Emission ist geldmarktmäßig auch nichts geändert, wenn der Emissionserlös zur Übernahme eines bereits bestehenden Betriebes gebraucht wird, und wenn die emitierende Gesellschaft ihre Fabrik bauen will, geschieht geldmarktmäßig auch nichts, solange sie sich nicht an die Aufbauarbeit begibt. Dabei erfolgt der Konsum der vom Sparer gesammelten Vorräte, die Verwendung der Geldsumme und ihr Investieren in Anlagen. Erst dadurch wird der Geldmarkt versteift.

In dem bargeldlosen Teil des Geldverkehrs erfolgt das Sparen in Form der „Kreditkonsolidation" (Hahn'sche Terminologie). In diesem System erhält der Waren- bzw. Dienstverkäufer den Preis auf Kredit seines Kontos auf der Bank. Er spart, indem er das Guthaben auf ungewisse Zeit liegen läßt. Der Prozeß kann folgendermaßen ausgelegt werden: ein Wirtschaftssubjekt bringt Güter in die Wirtschaft, in der sie zirkulieren, um endlich konsumiert zu werden. Er erhält das Recht, seinerseits Güter aus der Wirtschaft für denselben Wert zu entnehmen, welches Recht er aber nicht ausübt. Oft verzichtet er auf dieses Recht für 8 Tage, 1 Monat, 6 Monate, für ungewisse Zeit.

Wenn der Gläubiger der Wirtschaft für eine sehr lange Zeit, oder sogar für immer, auf sein Recht verzichtet, wird das Konto abgeschafft und durch eine andere Forderungsurkunde ersetzt, die sich Aktie, Obligation oder Staatsrente nennt. Die Geldeigenschaft, die vorher dem Kredit anhaftete, wird dann von dem Kredit getrennt, die Kaufkraft geht auf den Unternehmer oder den Staat über. Diese üben - direkt oder indirekt - das Recht aus, das dem Geld anhaftet, Konsum-

güter aus der Wirtschaft zu entnehmen, als Gegenleistung der von dem Wirtschaftssubjekt in die Wirtschaft eingebrachten Güter. Der Unternehmer oder der Staat üben immer das Recht aus, sonst könnten sie die Zinsen nicht zahlen. Der Kredit, in den Wertpapieren einverleibt, bleibt in den Händen des Gläubigers, der nicht mehr die Kaufkraft zu seiner Verfügung hat, weil er sie vergeben hat (1).

Diese Trennung kann in verschiedenen Zeitpunkten stattfinden. Z.B. nach der deutschen Methode der Emission durch Ablösung von Kontokorrenten.

Der Unternehmer erhält das Geld von der Bank und verfährt so, als ob ein Gläubiger der Wirtschaft die Trennung zwischen der Kaufkraft und dem Kredit herbeigeführt und auf die erste verzichtet hätte. Oder nach der französischen Methode: die Fabrik wird erst gebaut, wenn der langfristige Kredit eingeräumt ist.

In dem ersten Fall geht die Tätigkeit der Banken der Ersparnisbildung voran; dies setzt voraus, daß die Ersparnisse regelmäßig kommen und nicht hintan bleiben. In dem zweiten Fall erwartet die Tätigkeit der Banken die Sparbildung und geht Schritt für Schritt mit ihr. Aber immer muß der neue Kredit der Banken durch die Sparbildung konsolidiert werden.

Wenn eine Wirtschaft die Kredite nicht Schritt für Schritt konsolidiert, wie sie sie schafft, wirken sich die neuen Kredite wie eine Kreditausdehnung und eine Inflation aus. Wir dürfen hier Hahn als Befürworter unserer These heranziehen: „Die Tatsache, ob sich jeweilig in der Volkswirtschaft Ersparnisse gebildet haben, ist ausschlaggebend dafür, ob ein neuer Kredit die Zahl der gleichzeitig laufenden

---

1) Wenn die Finanzwelt die Wertpapiere nicht erfunden hätte, könnte man sich unsere Wirtschaft ohne große Veränderungen so vorstellen: bei den Banken würden eine Menge von auf 25, 50 Jahre, auf ewig festgelegten Konten unterhalten. Ihre Beträge würden an der Börse mit Agio oder Disagio gehandelt werden, je nach dem, durch die Unternehmung gebrachten Zins, in der diese Beträge angelegt sind und je nach der Spekulation.

Kredite unberührt läßt oder vergrößert und eine Kreditexpansion, eine Kreditvermehrung hervorbringt"(1).

Damit verträgt sich allerdings nicht, was er 100 Seiten vorher schreibt, nämlich: „Dem Sparen kommt nicht die Bedeutung zu (bei der Geldschöpfung), die ihm von der herrschenden Meinung beigelegt wird"(2).

Die Depositen bei den Banken können nicht als der Niederschlag der Sparbildung und als Ausdruck des im Bildungsgang befindlichen Kapitals betrachtet werden, denn sie entstehen aus den von den Banken geschaffenen Krediten. Diese Kredite müssen aber mit der Sparbildung eng in Verbindung stehen, so eng sogar, daß man besser von Abhängigkeit sprechen müßte.

Wir schließen hier den Geldumlauf an eine zweite Größe an: die Sparbildung. Die erste Größe war das Volkseinkommen; wir sagten, das Geld sei Vertreter des Volkseinkommens. Jetzt sagen wir, das Geld solle in enger Abhängigkeit mit dem Sparen stehen. Decken sich die beiden Größen überhaupt?

Jawohl, denn das Volkseinkommen in seiner Höhe ist das Ergebnis und die Frucht des Sparens. Das wird zweifellos für Ersparnisse von früheren Zeiten angenommen. Weil unsere Vorfahren mehr oder weniger gespart haben, haben sie uns mehr oder weniger Häuser, Äcker in bestelltem Zustand usw.... überlassen. Wir können annehmen, daß diese Kapitalien ein konstantes Einkommen abwerfen: das Haus ist sehr lange im Stande, einer bestimmten Anzahl von Menschen ein Obdach zu bieten. Jahrein, jahraus bringt das Feld eine stetige Ernte. Diese Faktoren des Wirtschaftslebens tragen in sich kein dynamisches Moment.

Anders ist es mit der laufenden Ersparnis oder mit der im Gang befindlichen Sparbildung. Sie ist mit dem Faktor Mensch und seinen psychologischen Eigenschaften sehr eng verbunden. Dadurch kommt ein dynamisches Moment.

Die Sparbildung einer Wirtschaftsperiode findet in Konsumgütern statt, und diese werden auf die kom-

---

1) Hahn, Volkswirtsch. Theorie des Bkkredites, 1920, S. 152.
2) ibid, S. 48.

mende Periode übertragen, um dann konsumiert und meistens angelegt zu werden. Sie bedeutet eine Verschiebung des Konsums zwischen den beiden Perioden, die erste konsumiert weniger, aber dafür die zweite um so mehr. Das Einkommen der sparenden Wirtschaftsperiode ist dadurch nicht größer, aber das Einkommen der kommenden Periode wird umso größer. Eine Wiederholung und Verlängerung des früheren Schemas wird es veranschaulichen.

Nehmen wir z.B. den Fall an, daß der Arbeiter in Geld spart.

1. Periode

Geld		Konsumgüter		Produktionsgüter	
Kap.	Arb.	Kap.	Arb.	Kap.	Arb.
Eink. 10		Eink. 10			
	10		5	10	
5		10			
5	5	10	5		

Am Ende der ersten Periode vergrößert die Bank den Geldumlauf um 5, um das Gleichgewicht mit den Gütern zu halten. Je nachdem die Arbeiter gespart haben, gehen sie in die Klasse der Kapitalbesitzer über.

2. Periode

Eink. 15		15		
	15		15	15
15		15		
15		15		

Dabei haben wir angenommen, daß in der zweiten Periode nicht mehr gespart wird.

Hier müssen wir noch in Erwägung ziehen, daß, wie wir schon in unseren Schemen zeigten, das Volkseinkommen durch das Sparen (bzw. Vergeuden) und durch den, dank des kapitalistischen, durch neuere Produktionsumwege erreichten Mehr-Wertes (bzw. Minderwertes, wenn die gewählten Umwege sich als Kapitalfehlleitung erweisen) in seinen Schwankungen bestimmt wird (1). Der Mehr- oder Minderwert ist der beweg-

---

1) Keynes. Vom Geld, Leipzig 1932, Seite 103 „Der

lichste Teil.

Es kommt selten vor, daß ein Wirtschaftssubjekt sich entschließt, bei derselben Leistung seine Ausgaben auf die Hälfte herunterzudrücken. Oft wäre es sogar nicht durchzuführen. Es sind eher Fälle zu beobachten, wo die Sparquote etwa regelmäßig und für die Gesamtheit verhältnismäßig niedrig ist. Jeder sucht zuerst sein Lebensniveau zu halten, das eigentlich das Ergebnis der vergangenen Jahre und der Gewohnheiten ist. Was darüber hinaus, als Sondergewinn, als Preis oder Rente einer Sonderleistung fällt, wird gern gespart.

In einer freien Wirtschaft (1) kann es nie vorkommen, daß diese freiwillig ihren Lebensstandard für eine gewisse Zeit den vergangenen Jahren gegenüber herunterdrückt, um Reserven zu bilden. Diesen peinlichen Abstinenzvorgang kann man der freien Wirtschaft nicht zumuten. Ihr wohnt dagegen das Bestreben inne, möglichst viel sofort zu konsumieren; die Bedürfnisse harren ihrer sofortigen Befriedigung. Die Lust zu konsumieren, ist unbeherrscht. Die Konsumgüter, die reif werden, müssen sogar konsumiert werden und können nicht - volkswirtschaftlich gesehen - in dieser Form eingespeichert werden. Nur das Anlegen - durch Konsum - ermöglicht es, ihren Wert aufzubewahren.

Außer einem kleinen ziemlich regelmäßigen Teil des Volkseinkommens, der für neue Anlagen bestimmt ist und in die nächste Produktionsperiode, zwecks neuer Produktion übertragen wird, bestehen die Ersparnisse aus dem kapitalistischen Mehr-Produkt (bzw.

Wert des Vermögenszuwachses des Gemeinwesens wird dargestellt durch die Größe: Ersparnisse plus Gewinn".

1) Anders in einer gebundenen, besonders in einer „Plan"-Wirtschaft. Unter dem Zwang der Staatsführung können vom Volke größere Opfer verlangt werden, wenn man gewisse Ziele erreichen und dafür Reserven bilden zu müssen sich vornimmt. Solche Vorräte bestehen übrigens aus Konsumgütern, die in absehbarer Zeit verzehrt werden müssen, wenn Verlust vermieden werden soll.

hängen von dem Minder- ab). Dieses hängt von der Konjunktur, von der Politik der Banken, von der individuell guten oder schlechten Wahl der Produktionsmethoden ab. Dieses kapitalistische Mehr können wir normalerweise als nicht unproduktiv konsumiert betrachten, denn es zu sparen und anzulegen, bringt keine Senkung des Lebensstandardes, kein Opfer mit sich.

Wenn die Wirtschaft eine Produktionsperiode mit 10 Werteinheiten an Konsumgütern beginnt, diese Periode mit einem Vorrat von 15 abgeschlossen wird,kann sie den Überschuß von 5 schnell vergeuden, um die neue Periode mit 10 wieder anzufangen, oder die 5 „sparen", um sie in die neue Periode zu übertragen und diese Periode mit 15 anzufangen. Das kapitalistische Mehr (5) und seine Produkte, die sich wie Zinseszinsen vermehren, bilden die Grundlage der Kapitalbildung in der Volkswirtschaft.

Die Auswirkung des Sparens auf dem Geldmarkt ist nicht dieselbe je nach dem das Publikum, bei der Bank oder bei den Sparkassen spart oder thesaurisiert oder, wenn die Unternehmungen Selbstfinanzierung betreiben.

Wenden wir uns zuerst dem letzten Fall zu. Diese Tätigkeit übt auf dem Geldmarkt keinen Einfluß, wenigstens keinen sofortigen aus. Mit der Zeit ist es anders. Die Selbstfinanzierung bringt normal eine Bereicherung der Wirtschaft mit sich. Das Volkseinkommen erhöht sich, unter den gleichen Bedingungen sinkt der Realzins und mit ihm der Satz auf dem Geldmarkt.

Und jetzt die Thesaurisierung. Das Sparen in Form des Hortens bringt eine Verknappung des Geldmarktes mit sich. Das Zurücklegen von Banknoten und Gold seitens des Publikums nimmt den Banken einen Teil ihrer Basis um Kredit zu schaffen. Die Thesaurisierung kann als Abwehrmaßnahme der Wirtschaft gegen eine unzulässige Krediterweiterung aufgefaßt werden. Die Ersparnisse ermöglichen eine Kreditschöpfung seitens der Banken, die sich in einer unternehmungsunlustigen Periode als unvereinbar mit der Einhaltung der Währung erweisen würden.

Wir bringen später - Kapitel B D F - Angaben über Zahlen und Einzelheiten der bedeutenden Thesau-

risierung in Frankreich.

Wir unterscheiden die Sparbildung bei den Banken und bei den Sparkassen, weil die Auswirkungen auf dem Geldmarkt nicht die gleichen sind. Die Kundschaft der Sparkassen verwendet den Scheck sehr wenig, nur die Kaufleute, die infolge der neuen Politik der Sparkassen (1) dort einen Teil ihres Betriebsfonds unterhalten, benutzen den bargeldlosen Verkehr. Es ist immerhin der kleinste Teil der Geschäfte. Die meisten Anleger, Arbeiter, Angestellte, zahlen bar ein (2) und sparen in Banknoten.

Die Banknoten des Sparers werden der Sparkasse überlassen. Sie werden aus dem Verkehr zurückgezogen und an die B D F gebracht auf Konto der Caisse des Dépôts et Consignations. Die Lage der B D F wird gebessert. Die Banken selbst haben nichts davon. Ihre Lage wird erst flüssiger, wenn die Caisse des Dépôts et Consignations Staatspapiere an der Börse kauft, oder wenn die Sparkassen selbst mit den von den Deponanten über ihre Kontohöchstgrenze deponierten Geldern solche Papiere kaufen.

Wenn dagegen das Sparen bei den Banken stattfindet, hat es seine Wirkung bei ihnen sofort und unmittelbar. Die Bank, deren Konten sich in Sparkonten umwandeln oder die die Banknoten des Sparers erhält, sieht dadurch ihre Liquidität sich verbessern. Die Banken brauchen keine Liquiditätsreserve mehr zur Unterhaltung der Konten, die sich in Sparkonten umgewandelt haben.

Diese stillen Konten, die nur mit niedrigem Zins bezahlt werden, können mit Gewinn zu einem höheren Zins weitergeliehen werden. Durch die Umwandlung von Sparkonten in Wertpapiere verdienen die Banken sehr viel, ohne Risiko. Sie suchen ein so erträgliches Geschäft zu erweitern.

Jetzt wollen wir das Charakteristikum der Sparkraft in Frankreich betrachten. Es wird verständlich,

---

1) Siehe Kapitel Sparkassen.
2) Es sind fast keine Gehälter - zumal nicht die großen - die auf Konto bezahlt werden. Alle werden in Noten gezahlt.

wie dieses die Errichtung von tausenden von Bankstellen verlangt.

d) Charakter der französischen Sparbildung.

Die französische Sparbildung erfolgt nicht nur bei einer dünnen Schicht von reichen Leuten, das ganze Volk ist daran beteiligt bis zu den niedrigsten Klassen. Man kann sich nämlich die Verteilung des Reichtums innerhalb einer Volskwirtschaft nach 2 Schemen vorstellen. Einerseits etwa, wie in Rußland vor dem Krieg, heute in Indien oder Japan. Der größte Teil des Volksreichtums, gehört einer kleinen Gruppe, die allein im Stand ist, zu sparen und für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes sorgt. Andererseits kann man sich die Verteilung ziemlich gleichmäßig vorstellen, sodaß jeder in der Lage ist, zu sparen (1). Unter gewissen Voraussetzungen ist diese Verteilung für die Sparbildung die beste. „Der Vergleich der Einkommenswerte mit den Vermögenswerten ergibt, daß das Volkseinkommen durchweg zwischen 10 und 20 % des Volksvermögens beträgt und, daß es im Verhältnis zum Volksvermögen umsomehr steigt, je höher dieses pro Kopf der Bevölkerung ist. So beträgt der entsprechende Anteil des Volksvermögens bei den Ländern mit höchster Vermögensquote pro Einwohner in der Regel 17 % bis 20 %, bei den Ländern mit mittleren Vermögen pro Kopf der Bevölkerung 13-17 % und schließlich bei denen mit niedriger Kopfquote 10 - 13 %" (2).

Man sieht die Folge der Geburtspolitik Frankreichs. Vor dem Krieg hatte es ein Vermögen von 240-245 Milliarden Reichsmark und pro Kopf 6-6100 Reichsmark. Deutschland hatte ein solches von 310 Milliarden und eine Kopfquote von 4600 Reichsmark (2).

---

1) Die Suche nach der für die wirtschaftliche Entwicklung optimalen Verteilung hängt u.E. von der Größe des Gesamtvolksvermögens ab.
2) Dresdner Bank, die wirtschaft. Kräfte der Welt, Berlin 1932.

In Frankreich erlaubt der allgemein erreichte Lebensstandard, dem größten Teil der Bevölkerung zu sparen und diese Voraussetzung wird durch die Eigenschaften der Bevölkerung tatsächlich ausgenutzt.

Dort ist das Sparen mehr eine natürliche, völkische Geisteseinstellung, ein Wille, d.h. es ist mehr eine Sache des Temperaments als eine Sache des Verstandes und der Erziehung. Das Sparen liegt im Blut des Franzosen. Sehr viele haben ein Gefühl der Unbehaglichkeit und der unerfüllten Pflicht, wenn am Ende des Monats ihre Ersparnisse sich nicht vergrößert haben. Wolff, ein guter Kenner Frankreichs, hat es wohl beschrieben (1): „Der Sparstrumpf ist das Symbol dieses Kapitalismus des kleinen Mannes. In diesem klassischen Land des Sparens sind sämtliche Schichten der Bevölkerung von dem zähen, unbeugsamen Willen beherrscht, einen Teil des Einkommens dem unmittelbaren Verbrauch zu entziehen und vorsorglich als Spargroschen für die Zukunft aufzubewahren. Der Begriff des Sparens ist dem Franzosen sozusagen zu einem Bestandteil der natürlichen Reaktionen des Menschen geworden. Der Grundsatz, daß, wer Geld verdient, einen Teil davon für die Zukunft zurücklegen müsse, gehört zu sehr zu dem unumstrittenen geheiligten geistigen Besitz der Nation, daß der Einzelne sich ihm gar nicht entziehen kann. Das Sparen ist für die Franzosen nicht eine Angelegenheit des Verstandes, sondern eine Sache des Institutes. Der Staat, die öffentlichen Körperschaften, die wirtschaftlichen Institutionen und Verbände und, wer auch immer Anspruch auf Autorität erhebt, alle suchen diese bürgerliche Tugend des Sparens zu begünstigen und zu pflegen. Die Stadt Paris zeichnet ihren besten Volksschüler jährlich dadurch aus, daß sie ihm ein Sparkassenbuch mit 300 Frcs. Guthaben schenkt".

Die Verstreuung des „Kapitalismus des kleinen Mannes" kann auf Grund der Verteilung der Effekten in der Bevölkerung ermessen werden. 1902-1912 hatte

---

1) Salomon Wolff, Frankreich und sein Gold, Frankfurt a.M. 1933, Seite 45.

Neymark (1) die Besitzverteilung einer Anzahl auf Namen lautender Wertpapiere verfolgt. Er konstatierte 1912, daß von mehr als 100.000 Namensaktien der 6 großen französischen Eisenbahngesellschaften 18,3 % je einen Besitzer hatten, 53,2 % auf Besitzer von 2-10 Aktien entfielen. Die Anzahl der Besitzer von nur einer Aktie des Crédit foncier hatte von 1883 - 1900 von 3304 auf 9028 zugenommen. Die von nur einer Aktie der B D F nahm von 1860 - 1908 von 13767 auf 31249 zu, ohne daß die Zahl der Aktien selbst in der Zwischenzeit eine Vermehrung erfahren hätte. Das Gesamtkapital von Frs. 182,5 Millionen befindet sich 1934, wie man aus dem Geschäftsbericht ersieht, im Besitz von 41668 Aktionären. Von dieser Zahl besitzen 43 % nur eine Aktie und 65 % entweder eine oder zwei Aktien. Die Summe der auf Namen lautenden französischen Rententitel über eine Gesamtjahresrente von 471 Millionen Franken verteilte sich 1902, immer noch nach Neymark auf über 5 Millionen Bezugsberechtigte, von denen über 4 Millionen eine Jahresrente von nur 2-50 Frcs. bezogen.

Unter Berücksichtigung der gegen eine steuerliche statistische Erhebung möglichen Kritik - gerade die Bauern können sich leicht der Einkommensteuererhebung entziehen - möchten wir, nach Marcel Sauser in Economiste européen - 9. 12. 1932 - die Verteilung der allgemeinen Einkommensteuer (impôt général sur le revenu) für 1931 darstellen.(Tabelle s.n.Seite.)

Die Inflation hat 4/5 des geldgebundenen Vermögens vernichtet, doch hat die Bevölkerung nie aufgehört, zu sparen.

Diese Geisteseinstellung hat ihre Ursache in dem Übergewicht der bäuerlichen Bevölkerung: mehr als die Hälfte der ganzen Bevölkerung lebt noch auf dem Land. 46,60 % der Bevölkerung bestand im Jahre 1906 aus Landwirten und 1921 waren es 41,5 % (2). Dazu kommt, daß von 21,7 Millionen Erwerbstätigen nur 28 % in der

---

1) Neymark. Les mouvements des fonds d'état des grands Pays. Paris 1912.
2) Deutschland 1907, 32,7 % und England 1901 12,73%.

Klassen	Zahl der Steuerpflichtigen eingeschr.	eingeschätzte	Betrag der Nettoeinkommen (Vor Abzug für Familienlasten)
1000 Frcs.			in 1000 Frcs.
10,1-20	1043409	332394	15449105
20,1-30	581904	66757	14195918
30,1-50	332336	18080	12525125
50,1-100	134428	3600	9043792
100,1-200	40550	422	5499916
200,1-300	9101	75	2301818
300,1-500	5584	23	2051877
500,1-1000	2376	7	1573583
über 1 Million	702	2	1458269

Industrie beschäftigt und davon nur 19 % (4,03 Millionen) eigentliche „Industrie"-Arbeiter waren. Davon sind wiederum nur 774000 Arbeiter in Betrieben beschäftigt, die über 500 Arbeiter zählen.

Der Anteil der Landbevölkerung (Gemeinde unter 2000 Einwohnern) betrug 1911 55,8 % und 1921 53,6 % der Gesamtbevölkerung. In Frankreich kommen nur 16 Städte über 100.000 Einwohner mit 15,2 % der Gesamtbevölkerung. Deutschland hat 46 Städte mit 26,6 % und England auch 46 Städte über 100.000 Einwohner mit 39,2 % der Bevölkerung.

Trotz einer Stärkung seiner Industrie in den letzten Jahrzehnten (neue Ersatzindustrien im Inland während des Krieges. Wiederaufbau der zerstörten Gebiete. Neue Erwerbung industrieller Gebiete) „bleibt Frankreich seiner sozialen Struktur nach, die die industrielle Entwicklung der letzten 50 Jahre nicht tief verändert hat, ein Land von Grundbesitzern, Handwerkern und Kleinbürgern" (1).

Während und nach dem Krieg ist die Bedeutung der Bauernbevölkerung für uns größer geworden: durch die Inflation haben sie ihre Hypotheken leicht zurückbezahlt, sie wurden durch Zölle geschützt und als Anreiz zur Erweiterung der Anbaufläche bezahlte der

---

1) Deutscher Volkswirt 1928 Nr. 45.

Staat für Weizen einen höheren Preis als den, den der freie Markt geboten hätte. Das Einkommen der Landwirtschaft ist beträchtlich erhöht worden, jedoch anstatt mehr an Einkommen zur Verschönerung des Lebens auszugeben, legt der Bauer das Geld, das er übrig hat, auf die Bank und führt ein fast so bescheidenes Leben wie einst. Nur hat er sich erlaubt, ein gebrauchtes Auto zu kaufen.

In allen Ländern sind die Bauern genügsam und sparsam, diese Eigenschaften kommen der ganzen Bevölkerung zu, dadurch, daß der Franzose auch in der Stadt, starke, enge, Beziehungen mit dem Land unterhält, wohin er sich später zurückziehen will.

Die potentielle Wirkung der bäuerlichen Bevölkerung ist dadurch erheblich gesteigert worden, daß ein sehr großer Teil der Stadtbevölkerung unmittelbar ländlicher Herkunft und dementsprechender Mentalität ist. Der in der Großstadt lebende Franzose kennt keineswegs das Bestreben, sich so rasch wie möglich in einen Großstädter zu verwandeln. Er behält Beziehungen zu seinem Dorf (1).

Sparwillen und Sparkraft der Bauern und Gewerbetreibenden sind durch den Kleinbesitz und Betrieb gefördert worden. Diese Tendenz zur Parzellierung und Zerstückelung herrschte schon vor der Revolution, ist aber durch die Verbreitung der gleichen Erbteilung unter den Kindern verstärkt.

Wir müssen noch den niedrigen Stand der Proletarisierung der französischen Massen und ihren sehr entwickelten Individualismus (2) erwähnen. Dieser

---

1) Nach annuaire de la presse erscheinen in Paris für seine Bevölkerung etwa 30 Zeitungen, (wie L'auvergnat à Paris) die die Beziehungen mit der petite patrie pflegen.

2) Siehe Arnold Bergsträsser: Staat und Wirtschaft Frankreichs 1930. Gottfried Sieburg, Gott in Frankreich, Frankfurt a.M.1933 und Es werde Deutschland, Frankfurt 1930.
„Der Liberalismus herrscht in Frankreich mit einer erstaunlichen Konsequenz. Der Staat ist dort eine recht kümmerliche Verabredung der verschiedenen

Individualismus macht den Bourgeois und den Bauern dem Staat gegenüber mißtrauisch und veranlaßt sie, den Dienst der Banken gern in Anspruch zu nehmen. Die persönliche Behandlung, die bequeme Abwicklung der Geschäfte bei der Bank, die Möglichkeit zu spekulieren, tun ihr Übriges.

Wir haben gesehen, aus welchen Gründen die Banken ihre Kundschaft zu vergrößern und die Ersparnisse anzuziehen suchen; die Zerstreuung der Quellen der Ersparnisse zwingt die Banken, um den Kampf unter sich und gegen die Sparkassen erfolgreich durchzuführen, das Land mit tausenden von Geschäftsstellen zu übersäen, die die Ersparnisse wie Saugstellen an sich ziehen.

e) Die Fusion und die Konzernbildung als Konzentrationsmittel.

Ein anderes Mittel der Konzentration wurde die Fusion von 2 Banken oder die Absorption der einen durch die andere. Dies war das Mittel der BNC, die sich so rasch ausbreitete. In wenigen Jahren übernahm sie die Banque de Metz, die Banque du centre in Blois, das Comptoir du sud-ouest in Bordeaux, die Spekulationsbank Crédit français und endlich das Comptoir d'escompte de Mulhouse.

Die Beteiligung an regionalen Depositenbanken zur Gründung eines großen Bankkonzerns ist das Mittel der CIC. gewesen. Der CIC. hat nur 46 Niederlassungen, alle nur in Paris. Er dehnt aber seinen Einfluß auf ganz Frankreich durch zahlreiche Depositenbanken mit vielen Niederlassungen aus. Er steht an der Spitze eines Gebildes: Die Union des banquiers des départements, die 155 Mitglieder zählt und als Zentralgirostelle fungiert. Unter den bedeutenden Mitgliedern des Konzerns sind zu nennen:

Verwaltungen, die den einzelnen dauernd ärgert". Es werde Deutschland, Seite 229.

Société lyonnaise de Dépots, comptes courants, et Crédit industriel.
" marseillaise de CIC. et de Dépots.
" bordelaise " "
" nancienne " "
" alsacienne " "
" normande de banque et de Dépots
Banque L. Dupont Cie.
" Scalbert
" régionale de l'ouest
" de Bretagne
Crédit nantais
" de l'ouest
" havrais
" industriel d'alsace et de lorraine
Société belge de CIC et de Dépots.

Als andere Bankgruppe muß die der B.P.P.B. erwähnt werden. Erwähnt ist schon, daß die banques d'affaires während des Krieges mehr in den Bereich der Depositenbanken eindrangen. Die B.P.P.B. hat auch zwischen zahlreichen Depositenbanken der Provinz eine Clearingstelle errichtet als Ausdruck der befreundeten Beziehungen. Sie verfügt dadurch über die Kapitalien, die für eine zeitlang im Giro bleiben und über diejenigen, die ihr zwecks Kassenhaltungsreserve überlassen werden können.

Andererseits hat die B.P.P.B. in Paris einige Spezialhandelsbanken gegründet, die Banque cotonnière, das Comptoir des cuirs, die Banque des produits alimentaires et coloniaux. Man kann annehmen, ihr Zweck sei, die Handelsbeziehungen der Muttergesellschaft zu übernehmen, welche diese während ihres Vordrängens in das Tätigkeitsgebiet der Depositenbanken gewonnen hatte und so die Muttergesellschaft wieder als reine Spekulationsbank erscheinen zu lassen und von Handelsbeziehungen soweit wie möglich zu befreien.

Nach derselben Beteiligungspolitik übte eine andere Spekulationsbank - die Banque de l'Union parisienne, heute mit dem Crédit mobilier fusioniert - ihren Einfluß auf verschiedene Depositenbanken der Provinz: Banque du Dauphiné, Banque d'Alsace et de

Lorraine, Banque générale du Nord, Comptoir d'escompte de Reims aus.

Ohne die Liste der Bankkonzerne in Frankreich erschöpfen zu wollen, möchten wir noch als letztes Beispiel das Gremium um die Société Générale pour fav. erwähnen, obwohl diese Bank das Mittel der Filialengründung bevorzugt.

f) Union syndicale des Banquiers.

Um ein geschlossenes Bild der Organisation der Pariser Bankwelt vom Standpunkt des Geldmarktes aus zu geben, sei noch kurz auf die Union syndicale des banquiers de Paris et de la Province hingewiesen. Sie beschäftigt sich mit beruflichen, organisatorischen Fragen. Um seine internationale Bedeutung zu verwerten, sollen bei der weiteren Organisation des Geldmarktes diese Union und die B D F, die ausschlaggebenden Faktoren sein.

Sie ist eine rein interne Angelegenheit des Berufes und tritt in der Öffentlichkeit nicht auf. Sie gibt Handhaben für die Abwicklung der Geschäfte und bestätigt den Berufsbrauch z.B. die Mindestfrist von 50 Tagen beim Privatdiskont. Im selben Sinn sind aus Konkurrenzgründen, was den höchsten Zinssatz der Depositen betrifft, die Banken in drei Klassen eingeteilt. Der Mindestzinssatz selbst wird von der Union syndicale festgesetzt.

Die Einteilung war 1928 folgende (1).

1. die Kreditinstitute und die ausländischen Banken
2. die großen banques d'affaires von Paris und die Hauptregionalbanken
3. die Privatbanken und die Handelsbanken von Paris und der Provinz.

---

1) Paul Ricard. Les banques. Revue d'Econ.pol. 1928.

III. a) Banque de France.

Wir haben das Buchgeld als modernsten und Hauptteil des Geldumlaufes kennengelernt und haben gesehen, wie es entsteht und zirkuliert. Wir werden jetzt sehen, wie es geregelt wird.

Das durch die Banken im allgemeinen geschaffene Buchgeld soll zu jeder Zeit in ein Geld umgewandelt werden können, das allerdings ökonomisch wesensgleich, aber durch das Gesetz mit besonderen Eigenschaften der gesetzlichen Gültigkeit ausgestattet ist. Man könnte hierbei von einem fundamentalen oder Hauptgeld sprechen, es gefällt uns aber nicht, denn solche Ausdrücke können glauben lassen, daß es sich um zwei wesensverschiedene Geldarten handelt.

Jeder Gläubiger kann eine als Zahlung gegebene Überweisung bei irgendeiner Bank zurückweisen. Er kann eine Zahlung in Banknoten der B.d.F. nicht verweigern oder besser, der Schuldner gilt als entlastet, wenn er die Summe in Banknoten oder in einer Überweisung bei der B.d.F. anbietet und diese bei der Caisse des Dépôts et Consignations deponiert. Allein das von der B.d.F. geschaffene Geld hat in Frankreich dieses Vorrecht.

Die B.d.F. ist das Sicherungselement, das Ordnung in den Umlauf und die Gesamtwirtschaft bringt. Sie zieht das Geld aus dem Umlauf zurück, um es im Verhältnis zum Sozialeinkommen und so diese Preise stabil zu halten. Sie läßt die Menge der Zahlungsmittel anschwellen oder sinken, wenn es nötig wird. In der Tat besitzt eine freie Wirtschaft Möglichkeiten, ihr Gleichgewicht zu finden, nämlich Gleichgewicht zwischen Preisniveau, Wechselkurs, Zinssatz und Goldvorräten in den verschiedenen Ländern. Es entstehen aber immer an irgendeinem Punkt Störungsherde, die das ganze System erschüttern und denen vorausgeeilt werden muß, oder die abgedämpft und begrenzt werden müssen.

Indem die B.d.F. ihre Emission überwacht, wacht sie auch über den allgemeinen Umlauf. Nach dem Bild

von Hahn ist es wie ein Luftballon, dessen Schnur kurz oder lang sein kann, der aber doch von der Hand gehalten wird. Die Länge der Schnur wechselt von Tag zu Tag je nach dem Grad des Vertrauens in der Wirtschaft, je nach den zu leistenden Zahlungen, nach den Gewohnheiten und der Entwicklung des bargeldlosen Verkehrs.

Das emittierte Notenbankgeld ist in Frankreich sehr bedeutend, einmal wegen der geringen Entwicklung des bargeldlosen Verkehrs und dann wegen der bedeutsamen Thesaurierung. Diese hat seit mehreren Jahren und noch 1934 (1) den größten Umfang angenommen, deren Auflösung für die spätere Entwicklung des Geld- und Kapitalmarkts entscheidend wird.

Wir wollen versuchen, ein Bild über den Umfang der Thesaurierung zu gewinnen.

In den Jahren 1926-1931-1933 ist der Umlauf von großen Noten über 500 fr. und über 1000 fr. von

26,2 auf 52,7 und 52,8 Milliarden

gestiegen, während der Umlauf von kleineren Noten über 100 fr. und weniger nur von

26,2 auf 30,9 und 27,4

angewachsen ist. Die großen Noten zirkulieren verhältnismäßig viel weniger als die anderen, und man kann nicht annehmen, daß der Verkehr eine Verdoppelung des Umlaufs in diesen Noten erforderte. Es ist vielmehr als sicher anzunehmen, daß die neu ausgegebenen großen Scheine lediglich der Thesaurierung dienen. Diese wäre also auf etwa 26 Milliarden für 1931 und mehr 1933 (infolge des Rückgangs des kleinen Notenumlaufs) zu schätzen.

Zu der Thesaurierung in Banknoten müssen wir weiter das Stehenlassen von Konten bei der B.d.F. hinzurechnen. Infolge der Krise haben viele Privatiers ihr Guthaben von den Privatbanken auf die B.d.F. überwiesen, obwohl diese keine Zinsen zahlt. Eine Erhöhung

---

1) Diese Erscheinung ist eine allgemeine in der Krise. nach Frankfurter Zeitung v.27.11.34 aus N.York: „Die Bundesreservebehörde gibt bekannt, daß noch etwa Doll.600 Mill. Papiergeld in den Ver.Staaten gehortet seien, während der Höhepunkt im März 1933 mit annähernd 1900 Mill. erreicht war".

der Depositen bei der B.d.F. auf Kosten der Depositen bei den Privatbanken ist zu beobachten (1).
Diese Privatguthaben betrugen

Ende 1929	Ende 1931	Mai 1934	
7,5	23,2	14,7	Milliarden.

Wir müssen aber beachten, daß die Banken in der Krise eine größere Liquiditätsreserve unterhalten müssen und selbst größere Guthaben bei der B.d.F. haben.

Das Guthaben der Caisse autonome d'amortisation bei der B.d.F. muß noch als Thesaurierung gerechnet werden. Es betrug am 15.2.25 fast 3 Milliarden.

Die Thesaurierung findet also bei der B.d.F. in Form von Noten oder Guthaben statt und diese sammelt für ihre Kundschaft Gold an. Einst thesaurierten die Privatiers direkt Goldmünzen. Heute thesaurieren sie über die B.d.F. und bei ihr (2).

Die Bilanz der B.d.F. soll eine Erläuterung dafür sein.

---

1) Dies wurde uns im April 1934 von einem Direktor einer großen Pariser Bank bestätigt. Sein Institut hätte auch von dieser Bewegung Vorteil gehabt, weil das Publikum infolge früherer staatlicher Verbindung seinem Institut quasi einen amtlichen Charakter beimißt.

2) Das Bild der Gesamtthesaurierung muß mit einem Hinweis auf die Privatgoldansammlung vervollständigt werden. Die von dem französischen Publikum angesammelten Goldmengen dürfen nicht allzugroß sein, da der freie Goldumlauf, in Vorbereitung, noch nicht besteht und das Publikum daher Goldmünzen nur aus dem Ausland auf dem Wege über die Banken beziehen kann. Es kann auch Goldbarren von mindestens 1 kg Gewicht bei der B.d.F. kaufen, was allerdings ein umständliches nur für Banken und Großkapitalisten in Betracht kommendes Verfahren darstellt. Über den Umfang der Goldhamsterung liegen keinerlei offiziellen Angaben vor. Am 5. April 1935 (Artikel: Goldmünzen in Frankreich) gab die Frankfurter Zeitung die Zahl von 10 Milliarden Franken an.

Bilanz B.d.F. 15.2.35.

Aktiva	in Millionen Franken		Passiva
Goldbestand	81.891	Banknoten im Umlauf	82.078
Silbermünzen u. Barren	756	Konto-Korrent d. Schatzamtes	1.037
Vorschüsse auf Gold	1.191	Kto.Korrent der Amortisationskasse	2.843
Auslandsguthaben	9	Kto.Korrent von Banken u. Privaten	15.344 / 175
Auslandswechsel	729	Kapital und Reserven	480
Handelswechsel auf Frankreich	3.146	Verschiedenes	1.487
Handelswechsel auf Ausland (i.franz. Währung)	220		
Effets négociables achetés en France	421		
Bonds der Autonomen Amortisationskasse (convention 23.6.28-7.12.31)	5.832		
Lombards	3.140		
Postal Giro	447		
Zinslose Vorschüsse an den Staat	3.200		
Staatsrenten als besondere Anlage	112		
Immobilien	4		
Verschiedenes	2.344		
	(103.442)		(103.444)
	103.448		103.448

Das Gebilde, das wir heute unter dem Namen B.d.F. kennen und das an der Spitze der Organisation des Pariser Geldmarktes steht, ist das Ergebnis einer Wandlung in seinen Zielen und Mitteln. Der Zweck der Gründung der B.d.F. war sowohl privat- wie volkswirtschaftlich, und privatwirtschaftlich waren auch die Zwecke der Errichtung eines Monopols der Notenausgabe. Die Anpassung und die erlangte Stellung sind erst

im Laufe der Zeit durch den Kampf im Dienst des Gesamtwohls gegen die aufkommenden Schwierigkeiten erfolgt.

Die B.d.F. ist am 13. Februar 1800 gegründet worden und sie war zuerst eine Bank wie die anderen und genoß kein Vorrecht, aber der Geist, der sie fördern sollte, war schon da: ihr erster Aktionär war Napoleon. Als er finanzielle Schwierigkeiten hatte, weil die Banken sich weigerten, die Schuldscheine zu diskontieren, welche der Staat seinen Lieferanten gab, kam Napoleon auf den Gedanken, seine eigene Bank zu gründen. Sein Ziel war keine Staatsbank, und er war ein entschiedener Gegner der Inflation, er wollte nur gegen die unfreundliche politisch-motivierte Haltung der anderen Banken kämpfen. Die B.d.F. ist immer noch - auch in den jüngsten Zeiten - dieser Auffassung ihrer Pflicht treu geblieben. Napoleon sagte: „La B.d.F. est bien plus à l'Empereur qu'aux actionnaires puis qu'elle bat monnaie" und auch „Je veux que la Banque soit assez dans la main du gouvernement et n'y soit pas trop. Je ne demande pas qu'elle lui prête de l'argent mais qu'elle lui procure des facilités pour réaliser à bon marché ses revenus aux époques et dans un lieu convenable". Die B.d.F. hat mit ihrem Kredit, wenn es galt, dem Staat beigestanden, aber sie weigerte sich immer, sein Werkzeug zu sein.

Die Anfänge der B.d.F. sind sehr ereignisreich. Die Zeiten waren unruhig, es gab keinen Kredit und der erfreuliche Zusammenarbeitswille, der heute die Beziehungen der B.d.F. mit den anderen kennzeichnet, war noch nicht vorhanden. Die älteren Banken versuchten, die neuere, vom Staat gegründete, zu verdrängen.

1803 erhielt die B.d.F. das Notenausgabemonopol in Paris, um die schlechten Absichten der anderen Banken in Schach zu halten. Ihr Monopol wurde durch das Gesetz vom 20.12.1928 bis 1945 verlängert.

1808 dehnte sie ihre Geschäfte über Paris aus und gründete zwei unabhängige Zweigstellen: Lyon und Rouen. Sie fundierte ihre volkswirtschaftliche Stellung. Das Ziel Napoleons war, die Gesamtwirtschaft mit billigem Kredit zu versorgen. Er schreibt Mollien in einem Brief aus Antwerpen: „Ce que vous devez dire au gouverneur de la B.d.F. et aux Régents c'est

qu'ils doivent écrire en lettres d'or dans le lieu de leur assemblée ces mots: quel est le but de la B.d.F.? d'escompter les crédits de toutes les maisons de commerce de France à 4 %".

Dieser Wille sollte die größten Folgen haben. Er stellt als Prinzip die Demokratisierung des Kredits auf: Den Kredit zu 4 % für alle. Dadurch stellte man sich in Gegensatz zur englischen Praxis, wonach der jede Woche von der Bank of England veröffentlichte Satz nur als Richtsatz anzusehen ist; und einen Mindestsatz darstellt. Die Bank ist dabei immer im Stande, eine Diskriminierung zwischen den Kunden zu machen und einen höheren Zinssatz von denen zu verlangen, die weniger Zutrauen genießen.

Diese Demokratisierung des Kredits hat die bedeutendere Anteilnahme der B.d.F. an den Geschäften des Geldmarktes überhaupt zur Folge, mehr als es für die Bank of England auf ihrem Markt der Fall ist, und die mindere Entwicklung der Geschäftstätigkeit unter Banken zur Folge, die auf dem Pariser Geldmarkt zu beobachten ist.

Die Akzepte der Importeure oder Exporteure konnten nicht zu dem niedrigsten Zinssatz der Bank of England verkauft werden, dadurch wurden die Firmen veranlaßt, sich bessere Akzepte als die ihren zu verschaffen, um damit ihre Geschäfte zu finanzieren.

In Frankreich hat jede Bank und prinzipiell jeder Kaufmann Zutritt bei der B.d.F. und findet dort zu dem Einheitszins Kredit. Die Banken pflegen weniger den Verkehr untereinander. Die als gut angesehenen Kaufleute brauchen sich nicht um ein besseres Akzept für ihre Wechsel umzusehen, das ihnen keinen günstigeren Diskontzinssatz bei der B.d.F. verschaffen würde.

Der oben zitierte Napoleonsche Satz trägt auch den Keim der Niederlassungspolitik der B.d.F. in sich, er zog nach sich, daß die B.d.F. auf allen wichtigen Plätzen ihre Schalter öffnet. Sie wollte so die Wucherer vertreiben und die Banken zwingen, den Zinssatz zu senken, den Kreditmechanismus geschmeidig zu machen und in der Provinz so gute Kreditverhältnisse zu schaffen wie in Paris selbst, was anfangs

nicht der Fall war. Die Gründung von Niederlassungen, die zwar in einem gewissen Verhältnis unrentabel sind, werden vom Staat auf Grund und bei Gelegenheit der Erneuerung des Monopols der Bank auferlegt. Sie hatte 1899 112 succursales. Heute sind es 159 succursales (also zweimal soviel wie departements) und 95 bureaux auxiliaires.

Der Kredit zum gleichen Preis für alle bedeutet auch die Abschaffung der change de place in dem Land. Das verlangt von der Zentralbank die Errichtung eines engen Inkassonetzes: die B.d.F. hat außer den oben aufgezählten Niederlassungen 402 villes rattachées, wo sie nur das Inkasso von Wechseln (1) betreibt. Die Banken wurden veranlaßt, den billigen Inkassosatz der B.d.F. in Anspruch zu nehmen und die B.d.F. zu ihrem Inkassoboten zu machen. Durch diese Politik der Niederlassungen entfernt sich die B.d.F. von der Arbeitsmethode der Bank of England, die kaum ein Dutzend Niederlassungen, über das ganze Land verbreitet, unterhält.

1848 gliedert die B.d.F. die anderen Emissionsbanken an und erhält das Notenemissionsmonopol für ganz Frankreich. Ihre feste Haltung während der Krise machte die Banknote volkstümlich. Sie wurde dann von jedem angenommen, während vorher auf dem Viehmarkt die Bauern Banknoten zurückwiesen und nur Silber- und Goldmünzen in Zahlung nehmen wollten.

Die Organisation der Bank sucht die Interessen des Staates, der das Notenmonopol vergibt, und die Allgemeinheit vertritt, mit den Interessen der Aktionäre in Einklang zu bringen. Es ist ihr wohl gelungen. Die B.d.F. wußte im Laufe einer mehr als hundertjährigen Tradition sowohl in ihrem Personal wie in ihren Räten ehrbare Männer zu versammeln, die der Bank ihr persönliches Rückgrat verliehen, um sich gegen gewisse Abenteuer zu sträuben, und die auf Grund ihrer Ehre, ihrer Stellung und in der Überlieferung ihrer Familie ihr die Kraft geben, an die sie sich anlehnen kann, wenn es gilt, Widerstand zu leisten.

---

1) Schulden sind in französischem Recht Holschulden, wenn nichts anderes verabredet ist.

Die B.d.F. ist ein Privatunternehmen, Aktiengesellschaft (1), durch den Staat überwacht und geleitet, durch Die Aktionäre verwaltet und von Kaufleuten beraten. An der Spitze stehen ein Gouverneur und zwei Untergouverneure, die von der Regierung ernannt und jederzeit von ihr abberufen werden können. Früher waren es ältere Beamte der Bank. Seit dem Krieg scheint eine andere Gewohnheit sich durchzusetzen, sie kommen von der Wissenschaft oder von großen Einrichtungen neben der B.d.F.: crédit foncier, Caisse des Dépots et consignations, Caisse d'amortissement (2). Der Gouverneur hat die Initiative, kann aber ohne Einverständnis des Conseil de Régence nichts tun. Dieser Rat besteht aus dem Gouverneur, den beiden Untergouverneurs, 15 Régents und 3 Censeurs. Diese werden von der Generalversammlung gewählt. Unter den 15 Régents befinden sich wenigstens 5 Kaufleute, Industrielle, 3 Tresoriers payeurs généraux (3), 1 Landwirt (4). Das Erscheinen von Trésoriers payeurs généraux findet seine Berechtigung in der Bedeutung der Geldgeschäfte, welche die B.d.F. für das Schatzamt erledigt. Ursprünglich finanzierten die Trésoriers payeurs généraux das Schatzamt und nahmen Kredit bei den Banken - und besonders bei der B.d.F. -. Der einzige der Landwirtschaft reservierte Sitz entspricht der Bedeutung der Landwirtschaft nicht, trägt aber der Tatsache Rechnung, daß diese wenige kurzfristige Kredite braucht, früher noch weniger als heute.

Der Conseil de Régence tritt einmal wöchentlich zusammen; dabei werden die Erhöhung und Senkungen der offiziellen Diskont- und Lombard-Zinssätze festge-

---

1) Der Staat hat keine Aktien - die gemischte Wirtschaft ist in Frankreich wenig entwickelt.
2) Der Gouverneur der Bank of England wird aus den Chefs der Akzeptbanken, Marchantbankers genommen und nicht bei den Großbanken.
Withers, The meaning of money. franz.Überstzg.S.151.
3) Siehe Allix Traité élément. de Sc. des Finances. Paris. 1927, S.304.
4) Gleich wie in England erscheinen die Großbanken nicht, aber dagegen Vertreter der Haute banque.

setzt. Für die Durchführung der praktischen Arbeit verteilen sich seine Mitglieder in verschiedene Ausschüsse. Der für uns wichtigste ist das Comité d'escompte. Er besteht aus 3 Régents und 3 Mitgliedern des Conseil d'escompte.

Der Conseil d'escompte hat nur beratende Funktion; er besteht aus 12 Mitgliedern, die Aktionäre der Bank und Kaufleute in Paris sind. Sie werden von den Censeurs ernannt aus einer durch den Conseil de Régence aufgestellten Liste, die dreimal soviel Namen enthält, als zu wählen sind. Die Mitglieder werden der Reihe nach zu dem Comité d'escompte gerufen.

Das Comité d'escompte tritt jeden Werktag zusammen, es prüft das Diskontgeschäft nach der Bonität der Unterschriften, nach Höhe der Engagements, nach Einhaltung der Vorschriften.

Eine ähnliche, nach demselben Muster zugeschnittene Organisation besteht bei den Succursales.

Die Generalversammlung besteht als Ausnahme im französischen Recht aus den 200 stärksten Aktionären (1) - was eine beträchtliche Einschränkung des demokratischen Prinzips bedeutet - und nach der Effektenstreuung sollen es die Inhaber von 100 Stücken und mehr sein. Régents und Censeurs werden also von diesen 200 Großaktionären gewählt.

b) Emissions-Regelung.

Die Frage, ob eine oder mehrere Notenbanken bestehen sollen, ist heute in Frankreich gegenstandslos; es bleibt aber noch offen, ob man den Banken die volle Freiheit in der Emission lassen kann oder ob und wie man ihre Tätigkeit begrenzen soll.

Seit den englischen Klassikern kann das Notenbankproblem als Wahl zwischen Currency und Banking-Theorie angesehen werden (2). Die erste Theorie (3),

1) 1931 Gesamtzahl der Aktionäre 41.668.
2) Franz Oppenheimer. Theorie der reinen und polit. Ökonomie. Jena 1924. S.893/4/5.
3) Hauptvertreter Lord Overstone. Tract and other Publications on Metallic and Paper Currency. London 1857.

die von Ricardo vertreten, und von Peel in den Statuten der Bank of England angewandt wurde, behauptet, daß das Preisniveau von der im Umlauf befindlichen Geldmenge abhänge (sie erfaßte unter dem Namen Geld nur Banknoten, ausschließlich der Konten). Sie sieht in den über den Bedarf kreierten Banknoten die Ursache einer künstlichen und allgemeinen Preissteigerung. Jeder Kredit über den Bedarf habe also inflatorische Wirkungen und umgekehrt.

Die Folge ist, daß eine feste Grenze der unberechtigten Geldschöpfung gezogen werden soll. Diese Grenze war gerade durch die andere Theorie von Ricardo gegeben, wonach die Goldbewegungen den Bewegungen des Preisniveaus (1) folgen. Die beiden Theorien waren komplementär.

Peel folgt beim Aufstellen der Satzung der Bank of England genau dieser Theorie; er trägt aber der Tatsache Rechnung, daß der Geldumlauf in Wirklichkeit nie unter eine gewisse Summe fällt und zieht daraus die Folge, daß diese Dauerunterlage nicht aus Gold bestehen muß. Der ganze Mehrumlauf soll genau hundertprozentig durch Gold gedeckt sein und nur durch Goldbewegung zu- oder abnehmen können.

Dieser starre Mechanismus zwang die englische Wirtschaft, eine Hilfseinrichtung zu schaffen. Diese Hilfseinrichtung wurde der Scheck anstatt der Note, um die Kontenguthaben zirkulieren zu lassen. Die Franzosen brauchten eine ähnliche Hilfseinrichtung nicht, weil das französische System beweglicher war und die B.d.F. leichter der Wirtschaft Hilfe leisten konnte.

Die Banking-Theorie hat nie als solche Fuß in Frankreich gefaßt. Sie stellt die These auf, daß nicht die Zahlungsmittelmenge die logische Ursache für das Preisniveau, sondern daß das Preisniveau logischer Bestimmungsgrund für die Zahlungsmittelmenge sei. Danach wäre eine Kontrolle und eine Grenze seitens der Bank unmöglich, da die Höhe des Umlaufs Nebenerscheinung und Folge wäre. Alles was von der Bank zuviel ausgegeben wird, kehrt zu der Bank zurück.

---

1) Ricardo. Prinziples of political Economy and Taxation. Kap. 7. „on foreing trade".

Bevor der Streit in England ausbrach, wurde das Problem gelöst, indem man es den Kenntnissen und der Gewissenhaftigkeit der Leiter der Bank von Frankreich überantwortete. Nach den Vorschriften ihrer Satzung vom 24 pluviose an VIII (1800)(1) sollen die Notenausgaben der B.d.F. in solchem Verhältnis erfolgen, daß niemals die Bank der Gefahr ausgesetzt sein wird, die Begleichung ihrer Verpflichtungen (-in Gold-) beim Vorlegen zu verweigern. Dasselbe Prinzip wird angewandt im Gesetz vom 20. Juni 1928: „La Banque est tenue d'assurer au porteur et à vue la conversion en or de ses billets". (Art.3) Der Wert der Banknote ist gesetzlich im Verhältnis zum Gold festgesetzt und die Pflicht der Bank ist, das Verhältnis zu sichern. Wenn diese grundsätzliche Verpflichtung einmal erfüllt ist, haben die Leiter der Bank eine große Bewegungsfreiheit.

Die Bank hat die Möglichkeit, die Goldeinlösung ihrer Banknoten und Kontenguthaben entweder mit Goldmünzen mit gesetzlicher Umlaufkraft (die noch nicht geprägt sind (2)) oder mit Goldbarren zu 900/1000 fein, ohne Zinsrechnung, zu der Preisbasis 65.5 milligramm per franc, durchzuführen. Sie kann sich weigern, diese Geschäfte irgendwo anders als, bei ihrem Hauptsitz und bei den von ihr gewählten Niederlassungen durchzuführen und in Mengen, die im Einvernehmen mit dem Finanzministerium festgesetzt sind (Minimum: 1 kg zu 215000 fr). Die Bank darf dem Goldverkäufer die Prägungsspesen nach dem Tarif des Münzamtes von Paris einhalten. Sie behält 40 fr. pro kg zu 900/1000. Die Barren sollen von bekannten - also nicht, wie in London, bestimmt bezeichneten - Goldscheidern bearbeitet worden sein. Die Versuchsspesen bleiben zu Lasten des Verkäufers (Art.3 - 25.Juni 1928).

Die Grundverpflichtung, die Konvertibilität der Banknote zu sichern, war seit 1871 durch eine Neben-

---

1) Die „Prinziples" von Ricardo sind von 1817.
2) Anfangs April 1935 erklärte der Ministerpräsident Flandin, daß die B.d.F. bald Goldmünzen prägen und in Umlauf setzen würde. Siehe Frankf. Zeitung Nr. 175, 5.4.1935.

vorschrift ergänzt. Ein Gesetz gab die Höchstgrenze des Notenumlaufs an (1). (6800 Millionen 1911). Volkswirtschaftlich war das Gesetz wertlos, denn die Noten bilden nicht den ganzen Umlauf, die Bank war innerhalb der Grenze frei. Es war eine Hausfront ohne Hinterräume. Die Grenze war sehr hoch gegriffen und wurde erhöht, wenn der Umlauf sich etwas annäherte. Er war nur ein Überwachungsmittel für das Parlament.

Das Gesetz vom 25. Juni 1928 ersetzte die Regel des Maximums durch die eines Mindestverhältnisses zwischen dem Goldvorrat und dem Gesamtumlauf der Banknoten und der Kreditoren (2). Die Bilanz vom 2.11.34 z.B. gibt als Notenumlauf 81.015 Millionen und als Konto-Korrent 21.583 (Schatzamt 1.322, Amortisationskasse 3.068, Privatguthaben 16.937, Verschiedenes 266). Geldumlauf insgesamt 102.597 Millionen. Goldbestand 82.522. Golddeckung in % 80.44.

Die Golddeckung der Noten darf 35 % nicht unterschreiten.

Diese Regel ist wissenschaftlich nicht zu verteidigen, sie entstand ganz empirisch aus den Erfahrungen der Notenbanken. Sogar die Tatsache, daß in einem Land das Verhältnis 20 und bei dem anderen 40 von Hundert beträgt, daß man hier nur die Banknoten und da die Summe von Banknoten und Kreditoren rechnet, zeigt, daß man in Wirklichkeit keine absolute Basis für die Aufstellung der Regel hatte.

Im Gegenteil kann man das heutige System als weniger anpassungsfähig und teurer als das vorherige, das der Bank jede Bewegungsfreiheit gewährte, bezeichnen. Es verlangt, daß ein Betriebsfonds sich dem gesetzlichen Minimum addiert. Es verlangt, daß die tatsächliche Deckung stets über der gesetzlichen steht. Das, was ursprünglich durch die Praxis der Notenbanken als empfehlenswertes Durchschnittsmaß galt, wurde zu einem Mindestmaß. Dieser Nachteil ist dem franzö-

---

1) zu unterscheiden von der Höchstgrenze für die Vorschüsse an den Staat (avances à l'état). Einrichtung, die noch heute besteht. (3.200 Millionen heute).

2) Das bedeutet einen Sieg der Banking Theorie.

sischen Gesetzgeber von 1926 nicht unbekannt gewesen, aber da er ein unerschütterliches Vertrauen zu der französischen Währung wieder herstellen wollte, hat er nichts vernachlässigt, um ihre Stabilität zu sichern und den Nachteil in Kauf genommen.

Die Deckung war am 2.11.34 80.44 %. Die Ursache dieser Erscheinung liegt nicht in dem Willen der B.d.F. und diese hohe Deckung ist auch nicht das Ergebnis einer besonderen Politik, sondern das Ergebnis der Sparkraft in Frankreich, da die Ersparnisse nicht auswandern wollen.

Der Jahresbericht der B.d.F. für 1930 lautet: „Les évènements politiques qui sont survenus dans certains pays, la crise économique qui a affecté l'équilibre mondial, la mauvaise tenue des marchés financiers ont créé une atmosphère peu favorable à la réalisation de vastes opérations internationales. Lorsque les conditions actuelles se seront améliorées, il n'est pas douteux que les emprunteurs, étrangers auront largement recours au marché français. Nous estimons qu'en s'entourant de toutes les garanties désirables c'est à la fois le devoir et l'interêt de la place de Paris de répondre du demandes de capitaux qui lui seraient adressées par des pays étrangers pour le développement de leur production et de leurs échanges." Gegen den Mangel an Vertrauen ist nichts zu tun.

Die Deckung besteht nach dem Gesetz nur aus Gold (1) und die B.d.F. hat nicht das Recht, ihre Noten in Devisen zurückzuzahlen.

Eine Zeit lang, infolge der Politik der Stabilisierung, war der Franc praktisch zum Gold exchange Standard-System übergegangen. Nach Anwendung der Empfehlungen der Konferenz zu Genua wurde die B.d.F.1926 ermächtigt, durch Kreierung von Franken, Devisen zu kaufen, um den Kurswechsel zu stabilisieren. Die erste Stabilisierungsbilanz 1928 zeigt neben einer

---

1) am 15.2.35 gab die B.d.F. 2 kleine Posten von Devisen an: 9 Millionen Auslandsguthaben und 729 Millionen Auslandswechsel. Diese rechnen nicht zu der Deckung.

Goldreserve in Münzen und Barren, in Höhe von 28.934 Millionen, einen Vorrat an Auslandsdevisen in Höhe von:
disponibilités à vue à l'étranger (Auslandsguthaben) 15.984 Millionen
effets négociables à l'étranger (Auslandswechsel) 10.545 Millionen.
Nach verschiedenen Schwankungen in ihrer Höhe wurden 1932 diese Devisen veräußert und in Gold umgewandelt. Bis dahin hatte also Frankreich unter dem Goldexchangestandard gelebt und alle Auswirkungen davon in den internationalen Beziehungen waren vorhanden, es entstand eine ausgedehnte internationale Inflation. Die in Paris zu diesem Zweck geschaffenen Franken waren neue Gelder, auf Grund von Devisen-Beträgen geschaffen, die weiter in England oder Amerika zirkulierten. Die verheerenden Wirkungen wurden in Frankreich dadurch vermieden, daß die Sparkraft die Kreditausdehnung (teilweise durch Thesaurierung) konsolidierte.

Der heute geltende Goldstandard macht diese Erscheinung für die Zukunft unmöglich. Das Gold tritt in Bewegung, ohne daß dieselbe Menge als Grundlage für zwei Zirkulationen dient.

Die Schöpfung von Franken erfolgt entweder gegen Golddepositen bei der Bank oder durch Diskont und Lombardgeschäfte.

Infolge der Verfassung des Geldmarktes, die konstitutiv auf dem Diskontgeschäft beruht, ist die B.d.F. hauptsächlich Rediskontinstitut. Ihre Tätigkeit ist ganz auf die Diskontierung heimischer französischer Warenwechsel gerichtet (1).

---

1) Wenn die Bilanz am 15.2.1935 folgende Zahlen angibt: Handelswechsel Millionen 3366
Effets négociables achetés en France 421
Vorschüsse auf Effekten(Lombard) 3140
d.h.fast so viel an Vorschüssen auf Effekten wie auf Handelswechsel, es muß aber daran gedacht werden, daß diese Bilanz aus der Krise stammt. Ende 1929 waren es 4-5 mal so viel Handelswechsel wie Lombarde. --- am 1.11.34 gibt die Bilanz der Bank

So sagt das Gesetz vom 24 germinal an XI (14. April 1803) „La Banque escomptera les lettres de change et effets de commerce. Elle ne pourra faire aucun autre commerce que celui des matières d'or et d'argent". Eine Verordnung (décret) vom 16. Januar 1808 zählt ihre Operationen auf, stellt sie genau fest und begrenzt sie:

Art. 8.

La Banque ne peut, dans aucun cas, ni sous aucun prétexte, faire ou entreprendre d'autres opérations que celles qui lui sont permises par les lois et les présents statuts.

Art. 9.

Les opérations de la Banque consistent:
1° A escompter à toutes personnes des lettres de change et autres effets de commerce à ordre, à des échéances déterminées qui ne pourront excéder trois mois, et souscrits par des commerçants et autres personnes notoirement solvables;
2° A se charger, pour le compte des particuliers et des établissements publics, du recouvrement des effets qui lui sont remis;
3° A recevoir, en compte courant, les sommes qui lui sont versées par des particuliers et des établissements publics, et à payer les dispositions faites sur elle et les engagements pris à son domicile, jusqu'à concurrence des sommes encaissées;
4° A tenir une caisse de dépôts volontaires pour tous titres, lingots et monnaies d'or et d'argent de toute espèce.

Erst 1834 kann sie die Staatsrenten beleihen und viel später im Jahre 1852 wurde diese Tätigkeit auf andere Wertpapiere erweitert. Nach der Beschaffenheit des Goldmarktes braucht man augenscheinlich bis jetzt den Lombard als Mittel zur Geldschöpfung nicht.

Der Bereich ihrer Geschäfte wurde durch Krieg und Inflation erweitert, um einer neuen Lage gerecht zu

---

of England an:
Regierungssicherheiten Mill. Pfd. 80.89
Wechsel und Vorschüsse 8.90
also ganz entgegengesetzt.

erden. Sie kann Devisen kaufen und verkaufen und
ertpapiere zwecks open market policy kaufen und ver-
aufen, aber die ersten Geschäfte sind, wie aus der
ilanz hervorgeht, in großem Umfang bereits einge-
tellt und die zweiten sind nie zustande gekommen.

Die B.d.F. nimmt Wechsel zum Diskont in den 260
uf dem ganzen Gebiet zerstreuten Niederlassungen an.

Allein die Inhaber eines Kontos mit Diskontmög-
ichkeit können Wechsel zum Diskont vorlegen. Jeder
reditfähige Privatier oder Bankier kann sich ein
olches Konto auf seinen Namen eröffnen lassen. In
aris entscheidet der Conseil de Régence und in der
rovinz der Conseil d'administration der Filiale über
as Eröffnen von Konten.

Die Diskontierung findet immer und nur zu dem
inheitszinssatz, der jede Woche am Donnerstag vom
onseil de Régence festgesetzt wird, statt.

Das Papier soll mit 3 guten Unterschriften verse-
en sein. So ist die Wiedereinziehung der Gelder si-
hergestellt und das Mindestrisiko ermöglicht die
inheit des Zinssatzes. Die 3. Unterschrift kann
urch Hinterlegung von Aktien der B.d.F. oder von
taatspapieren durch abgetrenntes Aval oder durch
erpfändung von angenommenen, in einer Liste aufge-
tellten Waren ersetzt werden.

Sie diskontiert Handels-Sola-Wechsel und Wechsel,
arrants und Bons der nationalen Verteidigung, Rem-
ourswechsel und die Sola-Wechsel, die aus einer Belei-
ung von Waren herrühren.

Alle diese Papiere sollen nicht über drei Monate
aufen. Die B.d.F. billigt keine Erneuerung bzw. Ver-
ängerung, es sei denn für den Mästkredit und für die
obilmachung von Krediten an den Außenhandel und an
ute Banken.

Die B.d.F. unterhält eine Privatkundschaft, was
ür sie den Vorteil hat, den Handelsbanken kein Mono-
ol in den Beziehungen mit den Kaufleuten erwerben zu
assen und ermöglicht ihr, ihre zahlreichen Nieder-
assungen zu beschäftigen, wenn das Diskontgeschäft
chwindet, weil die Geldfülle am Geldmarkt den Banken
ie Möglichkeit gibt, nur sehr wenig Papier auf sehr

kurze Sicht zu diskontieren (1).

Sie sucht prinzipiell ihre Geschäfte mit Privatkundschaft nicht zu erweitern und macht den anderen Banken prinzipiell keine Konkurrenz. Sie macht keine Reklame. Sie betrachtet das nicht als ihre Rolle.

Die Bestimmung, daß die Wechsel 3 Unterschriften haben sollen, weist praktisch die Privatkundschaft zurück. Normalerweise hat der Kaufmann keine solche Wechsel in seinem Portefeuille. Die dritte Unterschrift wird erst durch den Diskont bei der Handelsbank erbracht, diese Bank spielt übrigens die Rolle der ersten Prüfungsstelle, die den Kaufmann besser kennt.

Wir gaben bereits die Zahlen über die Zusammensetzung des Portefeuilles der B.d.F. nach Größe der Beträge. Von Bedeutung ist auch die Durchschnittsfälligkeit der Papiere.

1915	33 Tage	1924	29 Tage
1916	26 "	1925	28 "
1917	24 "	1926	22 "
1918	28 "	1927	18 "
1919	24 "	1928	21 "
1920	25 "	1929	24 "
1921	32 "	1930	26 "
1922	26 "	1931	30 "
1923	24 "	1932	31 "
		1933	29 "

Diese Durchschnittsfälligkeit hängt von der Lage am Geldmarkt ab. Die Banken rediskontieren bei der B.d.F. immer so spät wie möglich, aber immer wird der größte Teil an die B.d.F. zwecks Inkasso rediskontiert. Die B.d.F. nimmt nur das Papier an, das noch wenigstens 8 Tage zu laufen hat.

Wenn die Lage am Geldmarkt schwierig ist, behalten die Banken die Wechsel nur kurze Zeit im Portefeuille, sie bleiben dann um so länger bei der B.d.F. Wenn aber der Geldmarkt flüssig wird, sinkt die

---

1) Zu diesem privatwirtschaftlichen Zweck erledigt sie auch für ihre Kundschaft besondere - nicht Geldmarktrelevante - Geschäfte wegen der Provision.

Durchschnittsfälligkeit des Portefeuilles der B.d.F., um sich der Grenze von 8 Tagen anzunähern. Das bedeutet eine Verlagerung des Geschäftes und in der Herkunft des Geldes von den Banken zu der B.d.F. und umgekehrt.

Auf welcher Basis stellt die Bank ihren Satz fest und welches ist ihre Politik? Der Zinssatz wird nach der jeweiligen wirtschaftlichen Lage, um die Währung zu verteidigen, festgesetzt. Die Verpflichtung, die Währung aufrecht zu erhalten, geht jeder anderen Erwägung vor, wie es zahlreiche Jahresberichte der Bank zeigen.

M. Christian Emmanoil (1) versuchte mittels der Statistik die Gründe der Politik der B.d.F. zu erkennen und zu bestimmen. Er beginnt mit dem Jahre 1847; von dieser Zeit ab wird die B.d.F. ausschließlich von volkswirtschaftlichen Momenten geleitet. Für die Periode 1847/1873 lesen wir - S.48 - „le taux de l'escompte semble avoir été plus étroitement soumis à l'influence de l'encaisse qu'à celle du portefeuille ainsi qu'il parait resulter de la concordance plus grande entre les series chronologiques des taux et de l'encaisse qu'entre celles du taux et du portefeuille". Für die Periode 1874/1894 (S.59) stellt er eine größere Stabilität des Zinssatzes fest als in der vorhergehenden Periode und die Wirkung des Portefeuilles scheint in ihren Entscheidungen zu wachsen. Diese Stabilität ist für die Periode 1893/1913 noch stärker und stärker als in irgendeinem Land.

	Zahl d.Satzänderungen
Frankreich	14
Österreich-Ungarn	24
Holland	30
Belgien	39
Schweiz	57
Deutschland	60
England	77

Bis 1926 kann man keine Schlüsse mehr wegen der In-

---

1) les variations du taux de l'escompte en France Dissertation. Paris. 1932.

flation ziehen. „Le problème du taux de l'escompte pendant et après la guerre est dépourvu de simplicité. Une théorie générale des phenomènes aurait peut-être l'élégance des grandes lignes, mais à coup sûr la faiblesse de l'erreur systématique" (1).
Seitdem sind folgende Zinssätze eingetreten.

August	26	7 1/2
Dez.	26	6 1/2
Febr.	27	5 1/2
April	27	5
Dez.	27	4
Jan.	28	3 1/2
Jan.	30	3
Mai	30	2 1/2
Jan.	31	2
Okt.	31	2 1/2
Febr.	34	3
Juni	34	2 1/2.

Man kann kein einfaches Prinzip aufstellen. Die B.d.F. bemüht sich, zuvor eine Stabilität zu bewerkstelligen, um die Wirtschaft zu schonen, aber viele neuere Momente kommen hinzu. Die Wirtschaft ist weniger statisch und mehr dynamisch und ist den Wirkungen der ausländischen Ereignisse ausgesetzt. Diese Periode steht bis 1932 unter dem Zeichen des Goldexchangestandards.

Man muß versuchen, die Frage zu beantworten, in welchem Maße die B.d.F. in der Lage ist, ihren Zinssatz zu behaupten und dadurch die Wirtschaft zu beeinflussen. Es ist die Frage nach der Beherrschung des Geldmarktes durch die B.d.F.

Die Wirtschaft ist auf die Andeutungen der B.d.F. bezüglich ihres Zinssatzes weniger reagibel als zuvor. Die Wirtschaft hat einen immer bedeutenderen Teil ihres Gesamtvermögens in festen Werten angelegt und diese Kapitalfixierung macht die Wirtschaft auf den Zinssatz weniger reagibel. Die festen Anlagen sind einfach da und müssen beschäftigt werden, wenn größere Verluste nicht entstehen sollen. Wenn der Zinssatz steigt, was die Unternehmer zu einer Produk-

---

1) Germain-Martin. Cours de doctorat. 1926-27.

ionseinschränkung führen sollte, ziehen die Unter-
chmer vor, die Verluste zu tragen in der Hoffnung
uf bessere Zeiten.

Die reagibelsten Branchen der Wirtschaft sind der
roßhandel wegen der Lagerkosten und die Spekulation,
eil sie das geliehene Kapital verzinsen muß, und je-
er Tag erhöht ihren Verlust. Diese Geschäfte nehmen
.Zt. ab.

Die Preisbindungen und der Einfluß der Kartelle
ürfen nicht vergessen werden, obwohl sie in Frank-
eich recht mäßig sind. Sie verhindern eine rasche
irkung des Zinssatzes.

Sehr bedeutend ist die Konzentration. Einmal die
llgemeine Konzentration der Unternehmungen aller
rt. Sie erhöht die Möglichkeit der Selbstfinanzie-
ung und gewährt den Riesenunternehmungen eine gewis-
e Unabhängigkeit dem Geldmarkt gegenüber. Sehr wich-
ig ist andererseits die Konzentration bei den Banken
nd die Entwicklung des bargeldlosen Verkehrs. In dem
alle ist es der Geldmarkt selbst, der weniger den
eichen der B.d.F. folgt. Die Konzentration bringt
eine Verstärkung des bargeldlosen Verkehrs mit sich,
eil die Zahlungen von Privat zu Privat sich mehr in-
erhalb der Riesenbanken abspielen. Der bargeldlose
erkehr entwickelt sich auch infolge der Änderungen
n den Gewohnheiten. Die Zahlungen durch Schecks wer-
en immer bedeutender, wie es die statistischen Anga-
en bei dem clearing zeigen. Dadurch werden die Ban-
en unabhängiger von der B.d.F.

Früher war die B.d.F. eine der Hauptteilnehmer
es Marktes, es war ihr leichter, ihren Willen durch-
zusetzen (1). Folgende Zahlen sollen die Entwicklung
er Verhältnisse und die quantitativ prozentual ab-
ehmende Bedeutung der B.d.F. auf dem Geldmarkt zei-
en:

---

1) Die Praxis zeigt doch keine Schwierigkeiten heute, die Banken fügen sich immer den Zeichen der B.d.F., die nichts Despotisches an sich haben und den Interessen der Allgemeinheit entsprechen.

in 1000 fr.		Wechselportefeuille	Verhältnis (1)
1870	B.d.F.	738.100	
	Kreditinst.	278.272	72 %
		1.016.372	
1872	B.d.F.	2.089.400	
	Kred. Inst.	277.475	88 %
		2.366.875	
1881	B.d.F.	1.166.700	
	Kred. Inst.	457.531	71 %
		1.624.231	
1891	B.d.F.	760.700	
	Kred. Inst.	886.176	46 %
		1.646.876	
1901	B.d.F.	592.400	
	Kred. Inst.	1.654.553	26 %
		2.246.953	
1913	B.d.F.	1.644.700	
	Kred.Inst.	3.729.210	31 %
		5.373.910	
1920	B.d.F.	2.198.800	
	Kred. Inst.	12.855.130	17 %
		15.054.930	
1928	B.d.F.	8.611.951	
	Kred. Inst.	24.026.438	26 %
		32.638.389	

Herr Allheinc (1) meint, daß das Sinken des Zahlenverhältnisses noch stärker wäre, wenn man in den letzten Jahren alle Banken in Betracht zöge. Man käme nach ihm vielleicht auf 10 %.
Diese Tabelle soll mit der von uns S. 102 für die Jahre 1926-1932 aufgestellten ergänzt werden.

---

1) Allheinc, Direktor der BNFCE „Vers une production organisée par un crédit dirigé".

c) Offene Markt-Politik.

Der Gedanke, daß es in jedem Land die Aufgabe der Notenbank ist, in die Tätigkeit der Kreditinstitute einzugreifen, um ihre Geldschöpfung zu leiten, ist fast so alt wie die Notenbanken selbst. Die Errichtung eines Emissionsmonopols kann als der erste Schritt in die Vergegenständlichung dieses Gedankens betrachtet werden. Die Wirtschaft entwickelte sich in Frankreich, wie wir sahen - und auch in anderen Ländern - zu Gunsten der Kreditinstitute; die open market policy hat zum Zweck - sehr allgemein aufgefaßt - den Einfluß der Notenbank auf den Geldmarkt zu behaupten. Diese Maßnahmen sind je nach dem jeweiligen Zweck und je nach der Verfassung der Wirtschaft verschieden. Wir müssen jetzt sehen, was in Frankreich auf diesem Gebiet getan wurde.

Ohne auf die Maßnahmen einzelner Länder zurückzukommen, die unter diesem Namen eine Erweiterung des ursprünglichen Begriffes zu einem konjunkturpolitischen Instrument darstellen, weiß man, daß diese Theorie aus der alten gewöhnlichen Praxis der Bank of England stammt. Diese ursprüngliche Auffassung ist die einzige, die jemals den Organisatoren der B.d.F. vorgeschwebt hat, als mustergültige Einrichtung müssen wir diese etwas näher betrachten (1).

Die Bank of England war zum Meister geworden in der Kunst, diese Operationen in Zusammenarbeit mit dem Schatzamt zu führen. Wenn sie beobachtete, daß die Kreditentwicklung im Inland eine Preiserhöhung herbeiführte, eine Erhöhung der Einfuhr und eine Senkung der Ausfuhr und infolge eines zu niedrigen Zinses eine Kapitalausfuhr verursachte, und wenn sich diese in einem Überschuß der Pfundverkäufe über die Pfundkäufe auswirkte und dadurch ein am Wechselkurs gerechnetes Sinken des Pfundwertes erfolgte, was die Goldreserven der Bank gefährdete, dann sorgte die Bank zur rechten Zeit für die Verteidigung ihrer Goldreserven und für die Beseitigung der erwähnten

---

1) Siehe Keynes. Vom Geld. Mch.-Lpzg. 1932, S.485.

Ursachen und deren Folgen. Ihren Diskontsatz zu erhöhen, ohne die nötigen Maßnahmen vorsorglich zu treffen, hätte nicht genügt, weil die Banken die Möglichkeit haben, in weitem Maße ohne die Bank of England Kredit zu schöpfen.

Wenn der Diskontsatz der Bank of England über dem Marktsatz steht, wird die Bank nicht mehr in Anspruch genommen, ihr Portefeuille vermindert sich, die Geschäfte des Geldmarktes spielen sich ganz ohne sie ab. Eine Zinssatzerhöhung würde wirkungslos bleiben. Wenn sie mit dem Markt wieder in Berührung kommen will, muß sie ihren Satz senken.

Die Openmarket policy hat gerade dagegen zum Zweck, den Markt zu zwingen, an die Bank heranzukommen, anstatt der Anpassung von ihrer Seite aus. Die Bank of England verkauft Schatzbons und Wechsel aus ihrem Portefeuille. Diese werden von den Banken gekauft entweder für eigene oder für Rechnung von Kunden. Die Bezahlung erniedrigt die Kassenreserven der Banken und ihr Guthaben bei der Bank of England. Um ihr Liquiditätsverhältnis wieder herzustellen, ermäßigen sie ihre Beleihungen an den Broker, indem sie einen höheren Zins verlangen.

Die von der Bank of England erzielte Wirkung ist bei den Banken stärker als die angewandten Mittel. Nicht nur zieht sie aus dem Markt Mittel und versteift ihn, sie versteift ihn noch mehr, indem sie den Banken die Grundlage entzieht, Buchgeld zu schaffen.

Nehmen wir eine Bank an, deren Bilanz so aussieht:

Bilanz

Kasse	10		
Notenbank	10	Kreditoren	200
Portefeuille	180		

und nehmen wir weiter an, das Verhältnis 20/200 sei das momentan gegebene Liquiditätsverhältnis. Sie kauft Wertpapiere oder Wechsel für den Betrag 5 bei der Notenbank. Sie kann nur mit Kasse oder mit dem Konto Notenbank bezahlen, denn die Kreierung eines neuen Kreditorenkontos im Passiv verrechnet sich mit dem Aktivum Notenbank. Die Bilanz sieht so aus:

Bilanz.

Kasse	5		
Notenbank	10	Kreditoren	200
Portefeuille	185		

Die Wirkung der Operation ist damit nicht erschöpft, denn das Liquiditätsverhältnis entspricht den Anforderungen nicht mehr. Die Kreditoren müssen auf 150 im Verhältnis zu 15 gebracht werden.

Kasse	5		
Notenbank	10	Kreditoren	150
Portefeuille	135		

Die Notenbank wirkt also wie ein Hebel. Die Bilanzveränderung ist bei ihr nur 5, aber die Wirkung auf dem Geldmarkt ist (in unserem Beispiel) 10 mal stärker.

Die Bank of England verkauft Wertpapiere bis der von ihr erwünschte Bankzins erreicht ist. Die Broker unterhalten ein großes Portefeuille (1) mit fremdem Kapital. Wenn der Marktsatz den offiziellen Satz erreicht, rediskontieren sie bei der Bank of England und so wird eine Übertreibung vermieden. Das von der Bank erstrebte Ziel ist erreicht, der Zins ist nach dem Wunsch der Bank of England gestiegen. Man beobachtet einen Rückfluß von Kapitalien. Der Kurswechsel sinkt (Londoner Notierung), der Preissteigerung wird Einhalt getan.

Die von der Bank auf dem Geldmarkt und von da aus auf die ganze Wirtschaft geübte Kontrolle ist wirkungsvoll aber nachträglich und erfolgt erst, wenn die Goldreserven gefährdet werden.

Man könnte sich eine Aktion vorstellen, die nicht nur nachträglich und nicht nur versteifend wäre, sondern zum Ziel hätte, die Wirtschaft zu stützen und eine ewige Prosperity zu bewerkstelligen. Diese Gedanken haben in Frankreich keinen Anklang gefunden.

---

1) Über die Schwierigkeiten der Broker in dieser Periode siehe die lebhafte Beschreibung von Wither. „The meaning of money" franz. Übersetz. Qu'est ce que la monnaie? Paris 1920. S.130-147.

Als 1928 die Stabilisierung des Franken den Anlaß zu einer gewissen Prüfung der Verfassung des Geldmarktes gab, trat auch der Gedanke zu Tage, der B.d.F. das Mittel einer open market policy zu bescheren.

Eine Konvention vom 23. Juni 1928 zwischen dem Minister-Präsident, zugleich Finanzminister, und dem Gouverneur der B.d.F. sieht vor: Art. 9 „La B.d.F. aura la faculté de procéder pour le compte des banques d'émission étrangères admises à l'ouverture d'un compte courant sur ses livres, à l'achat d'effets (1) et valeurs à courte échéance (2).....
La B.d.F. pourra réescompter à la demande de ces institus les effets et valeurs en question pour lesquels elle est autorisée à donner sa garantie de bonne fin".

Diese Anordnung war die gleiche wie die in der Satzung der Federal Reserve Banken (3). Sie ermöglichte zugleich mit der Operation der Marktregulierung eine enge Zusammenarbeit der Zentralbanken, die sich gegenseitig im Notfall Hilfe leisten können.

Ein internationaler Ausgleich sollte leicht durch gemäßigte Anwendung eines Goldexchangestandards erreicht werden. Der Einfluß der B.d.F. auf dem Markt sollte dadurch gestärkt und die Finanzierung des Akzeptmarktes besser vor sich gehen. Der Bericht der B.d.F. für das Jahr 1928 erläutert folgendermaßen diese Maßnahme: „Cette faculté fournira à la B.d.F. l'occasion et le moyen d'intervenir directement par des achats et des négociations de valeurs sur le marché libre et facilitera par la le contrôle monétaire qui est un de ses devoirs essentiels. Ces opérations ne pourront que contribuer à restituer à la place de Paris le rang et l'influence qu'elle doit

---

1) Effets bezeichnet im französischen die Wechsel und nicht wie im deutschen Aktien, Obligationen.
2) Damit sind gemeint die Schatzscheine und Bonds der nationalen Verteidigung.
3) Die Federal Reservebanken hatten Januar 1930 540 Millionen an Akzepten für Rechnung ausländischer Notenbanken. Es war das Maximum. Vigreux. Le crédit par acceptation. Paris 1932. Kurve 5 S. 208, 209.

reconquérir parmi les grands marchés financiers du monde".

Die Entwicklung der Kreditmärkte, die sich mit dem Abbruch der internationalen Beziehungen gegenseitig abgeschlossen haben, hat bis jetzt nicht ermöglicht, von dieser Maßnahme Gebrauch zu machen.

Eine am selben Tage - 23. Juni 1928 - unterzeichnete und veröffentlichte Konvention zwischen der autonomen Amortisationskasse und der B.d.F. sieht ein anderes Werkzeug der Open market policy vor. Infolge der durch das Gesetz vom 15. März 1928 sanktionierten Konvention vom 3. Februar 1927 zwischen der Regierung und der B.d.F. hatte die letzte von der ersten Schatzwechsel erhalten als Entschädigung für frühere, als verloren gegoltene, der russischen Regierung gewährte Vorschüsse. Durch die Konvention vom 23. Juni 1928 wurden diese Bons in Höhe von 5.930 Millionen von der Amortisationskasse übernommen, und sie sorgt für ihre Tilgung. Dagegen erhielt die B.d.F. Kassenbons auf die Amortisationskasse, ohne Zins, 3 Monate Ziel, in demselben Betrag (1). Diese Bonds sind bei der B.d.F. domiziliert, blanko, oder lauten auf den Inhaber. Sie bestehen aus Stücken von 100.000 fr. wenigstens.

Diese Bonds sollen getilgt werden durch:

1) einen Budgetposten in Höhe von 1 %, der noch zu tilgenden Bonds.
2) Verdienst aus der Prägung der kleinen Silberstücke.
3) 50 % des Überschusses des Basisgewinns in der Berechnung der Konzessionsabgabe der B.d.F. an den Staat, über 650 Millionen.
4) der Ertrag des eventuellen Eingangs der Forderung an den russischen Staat - Art.4 der Konvention vom 23.6.28 zwischen B.d.F. und Amortisationskasse.

Diese Einrichtung ist 1931 erweitert worden. Zu dieser Zeit hatte die B.d.F. bedeutende Guthaben im Ausland, besonders in New York und London. Der Sturz des Pfundes 1931 brachte der Bank beträchtliche Verluste und der Staat übernahm sie, weil die Bank aus

---

1) Man nennt sie in der Literatur und in Finanzdebatten zwar fälschlicherweise „bons russes" in Erinnerung an ihre Entstehung.

politischen Gründen beim Geldexchangestandard geblieben und nicht zum Goldstandard übergegangen war.

Die Konvention vom 7. Dez. 1931 zwischen der B.d.F. und der Amortisationskasse und das Gesetz vom 23.Dez. 1931, die sie bestätigt, sehen vor, daß die B.d.F. die Posten ihrer Bilanz „disponibiltés à vue à l'étranger" „effets négociables" und andere kurzfristige Geldanlagen in fremden Währungen, deren Umwandlung in Gold seit dem 25. Juni 1928 aufgehoben worden ist, neu bewertet, und der Verlust vom Staat getragen werden soll. Diese Neubewertung fand am 24.11.31 statt und ist am 24. Juni und 24. Dezember jeden Jahres vorgesehen, um der weiteren Entwertung (bzw. Aufwertung!) Rechnung zu tragen.

Der Saldo am 25. Juni 1928 wurde auf Basis des unteren Goldpunktes bewertet. Die weiter getätigten Geschäfte wurden zum Effektivkurs berechnet. Der Saldo am 24.12.31 wurde auf Basis des Durchschnittes der 15 letzten Börsen bewertet. Die Differenz stellte den Verlust dar.

Für den Verlust erhielt die B.d.F. einen unverzinslichen Bon du Trésor in Höhe desselben Betrags, fällig 1945.

Am 24. Juni und 24. Dezember findet gleichfalls die Bewertung des jeweiligen Saldos auf Basis des Durchschnittes der letzten 15 Börsen statt und jedesmal erhält die B.d.F. einen unverzinslichen Schatzbond auf 1945 in Höhe des Verlustes.

Jedes Mal übergibt die Bank von Frankreich ihren Schatzbond an die autonome Amortisationskasse, die für die Tilgung zu sorgen hat. Die B.d.F. erhält dagegen Bonds der Amortisationskasse, die nach der Konvention dieselben Charakteristiken haben und zum selben Zweck wie die „Bons Russes" benutzt werden können (also unverzinslich, 3 Monate Verfallzeit, bei der B.d.F. domiziliert, Abschnitte von 100.000 fr.). Diese Bonds der Konvention von 1931 werden durch einen Posten des Budgets in Höhe von 1 % des Bondsbetrages durch eine einmalige Zugabe am 24.12.1931 von 200 Millionen und durch mehrere kleinere Steuern und Gebührenerträge getilgt.

Die B.d.F. kann die Bonds beider Ursprünge veräußern „si elle le juge utile, pour agir sur le volume du crédit et garder le contrôle de sa circulation"(1) und die veräußerten Stücke vor dem Fälligkeitstage zurück erwerben.

Hier sind alle Bestandteile einer openmarket policy und der Wille dazu.

Doch war das Objekt nicht sehr zweckentsprechend. Diese Bonds sollten getilgt werden, da sie einen früheren Verlust der B.d.F. vertreten, und infolgedessen sollte der zur Verfügung der offenen Marktpolitik bleibende Betrag immer mehr schwinden. Am 15.2.35 waren aber noch 5.832 Millionen an Bonds vorhanden, was eigentlich noch genügen würde (2).

Bedenklicher ist, daß die Bonds keinen Zins bringen. Sie können in Umlauf gesetzt werden, nur wenn die B.d.F. sich entschließt, die Kosten dafür zu tragen und den Bonds einen Zins zu gewähren. Für die Hälfte des oben angegebenen Betrages, also 2916 Millionen eine Rendite von 2 % zu gewähren, würde für die B.d.F. 58,38 Millionen jährlich ausmachen (ohne Steuerberechnung) und dafür ihren Reingewinn um die Hälfte bzw. 2/3 kürzen (3). Ein solches Opfer könnte sich die Bank nur im dringendsten Notfall auferlegen.

Es ist zu bemerken, daß solche Kauf- Verkauf-Geschäfte nicht zu dem offiziellen Diskontmarktsatz stattfänden und eine Abweichung von dem Prinzip des Einheitsdiskontsatzes bedeuteten. Die Abweichung ist gerade durch Gesetz vom 25. Juni 28 bestätigt, die die Konvention vom 23. Juni 1928 anerkennt.

Diese Einwirkungsmöglichkeiten, wie auch die

---

1) Art. 3 der Konvention vom 23. Juni 1928 und Hinweis auf denselben in der Konvention vom 7.Dez. 1931.

2) Bei dem gegenwärtigen schwindenden Betrag an Devisen bei der B.d.F. kann sich das Portefeuille dieser Bonds nur noch wenig ändern.

3) Rohgewinn 1934 532.36 Millionen
1933 505.55 Millionen
Reingewinn 1934 138.83 Millionen
1933 83.16 Millionen.

ersteren, sind nicht angewandt worden. Nicht nur die technischen Nachteile sind Ursache - man hätte dort leicht helfen können, wenn man es für richtig erachtet hätte - aber die B.d.F. sowie die franz. Banken im allgemeinen, haben sich von jedem Gedanken fern gehalten, die Wirtschaft durch die Diskont-Kreditpolitik in eine von ihnen gewünschte Richtung führen zu wollen.

Solche Maßnahmen lassen sich vielleicht für den Londoner Markt rechtfertigen, da die Bank of England über eine verhältnismäßig kleine Goldreserve verfügt, und da infolge des Peels act die Goldbewegungen unmittelbar den Geldumlauf beeinflussen und das in einer Zeit, wie nach dem Kriege, als die Goldreserven plötzlich ab- und zunehmen und in einer Zeit, in der man voraussehen konnte, daß die Bewegungen nach einigen Wochen oder Monaten durch andere in entgegengesetzter Richtung abgelöst würden. Diese Lage war das Ergebnis der Stellung Londons als internationaler Geldmarkt, nämlich durch den Krieg verarmt, in einer Welt, wo die internationalen kurzfristigen Kapitalbewegungen infolge des Goldexchangestandards und des Fehlens des Vertrauens auf lange Sicht einen bedeutenden Einfluß gewonnen hatten.

Unter diesen Umständen mußte die Bank of England versuchen, dem Banksystem ebenso wie der Wirtschaft im ganzen, deren Lage nicht glänzend war, die unnötigen Schwierigkeiten eines dauernd sich ändernden Zinsfusses zu ersparen. Sie zog vor, die Volkswirtschaft zu schonen und selbst dem Markt die Mittel zu liefern, die ihm von anderer Seite entzogen wurden, ohne auf die Nachfrage der Brokers zu warten und so den Zinsfuß möglichst stabil zu halten.

Dasselbe war etwa in New York der Fall, wo das Reserve Federal Board Regierungsanleihen kaufte, um, wenn nötig, einen Geldüberfluß zu schaffen und dadurch die Goldzurückziehung auszugleichen, wenn man das Geld auf dem amerikanischen Markt besonders billig halten wollte.

In London wie in New York haben die Maßnahmen der open market policy dazu gedient, letzten Endes an diesen Plätzen eine Liquidität aufrecht zu erhalten,

die nur durch die Konkurrenz dieser beiden Märkte als internationale Plätze gerechtfertigt wurde. Volkswirtschaftlich war diese Liquidität ungerechtfertigt, wie die Stärke der darauf folgenden Krise gezeigt hat; die Wirkung war, daß die Höhe des Geldzinses unter dem realen Zins gehalten wurde, wie dieser durch das Verhältnis zwischen dem Kapital als Vorrat von Gütern des reproduktiven Konsums und der Bevölkerung und ihren Bedürfnissen bestimmt ist. Darauf folgte eine Inflation, die sich in der Aufgabe des Goldstandards in England auswirkte und in Amerika eine Krise verursachte, die zur Entwertung des Dollars führte.

Diese Politik wäre in Frankreich heute nicht nötig. Die Bedeutung des Sparprozesses und die Unmöglichkeit oder der Mangel an Willen, Kapital zu exportieren, haben zur Folge, daß der Zins in Frankreich und wohl auch für lange Zeit zu den niedrigsten in der Welt rechnet, und die volkswirtschaftliche Verfassung des Landes sichert ihm einen stabilen Zinssatz.

Die B.d.F. taucht viel tiefer als die Bank of England in die Geschäfte des Geldmarktes und in die gesamte Volkswirtschaft ein.

Das Wechselportefeuille der Bank of England ist kleiner als das der B.d.F. Wenn wir die durch die Frankf.Zeitung veröffentlichte Bilanz der Bank of England am 21.3.35 und die der Bank von Frankreich vom 15.3.35 vergleichen, sehen wir, daß die Bank of England ein Wechselportefeuille von 5,43 Millionen Pfund verzeichnet. Zum Devisenkurs von 72 sind es 391 Millionen Franken. In derselben Zeit gibt die B.d.F. ein Wechselportefeuille von 3.549 Millionen an. Das ist 9 mal so viel.

Zu dieser Zeit erholte sich die englische Volkswirtschaft, und in Frankreich ging der Deflationsprozeß weiter.

Die beiden Banken gleichen sich wieder, wenn man die gesamten gegebenen Kredite zusammenfaßt. Zu denselben Zeiten finden wir:

21.3.35 Bank of England.

Regierungssicherheiten	85.95	Millionen	Pfund
Wechsel und Vorschüsse	5.43	"	"
Sonstige Sicherheiten	12.46	"	"
	103.84	"	"

zum Kurs von 72 = 7.488 Millionen francs.

15.3.35 Banque de France.

Auslandsguthaben	9	Millionen	francs
Auslandswechsel	787	"	"
Handelswechsel	3.549	"	"
Vorschüsse auf Effekten	3.145	"	"
Vorschüsse auf Gold	1.210	"	"
	8.700	"	"

Man muß dagegen bedenken, daß das Portefeuille der Bank of England sich aus ganz anderen Werten zusammensetzt als das der B.d.F. Das der B.d.F. wird aus inländischen Wechseln gebildet, die Waren im Umlauf in der französischen Wirtschaft vertreten. Bei der englischen Notenbank sind es Bankakzepte auf Grund von ausländischen Geschäften.

Infolgedessen muß die Bank of England ganz andere Mittel anwenden, um den Markt, wenn nötig, zu zwingen, ihren Direktiven zu folgen.

Die Bank von Frankreich aber ist noch auf dem Markt als Hereinnehmer bedeutend genug, um, wenn nötig, wenigstens in gewissen Grenzen ihren Willen durchzusetzen, und durch die Art ihrer Geschäftsführung bei der Kredithergabe (die Diskontierung von Handelswechseln) greift die B.d.F. unmittelbar in die Bildung und den Verbrauch des Sozialproduktes ein.

Endlich kommt ein Brauch, eine lediglich praktische Handhabe des französischen Bankwesens, dem volkswirtschaftlichen Problem zu Hilfe. Die B.d.F. ist mit den anderen Banken durch die Art der Verkettung sehr eng verbunden und dies sichert ihr ein Mindestmaß von Geschäften. Denn es ist die Gewohnheit der Banken, sich der B.d.F. als normalen Kassierer zu bedienen. Für die Banken, die kein eigenes Inkassonetz wie z.B. das der Großbanken unterhalten, ist es vorteilhafter, ihre bankfähigen Wechsel auf die 360 Bankplätze der B.d.F. 8 Tage vor Fälligkeit bei der B.d.F. zu rediskontieren, als sie durch andere Banken einlösen zu

sen. In Paris sogar ist es billiger, die kleinen
hsel bei der B.d.F. zu rediskontieren, als einen
senboten zum Einkassieren zu schicken (1). Die
chschnittliche Fälligkeit des Portefeuille der
.F. entsteht aus einigen langfristigen und einer
ge kurzfristiger Fälligkeiten.

Durch diesen Brauch sind die Banken gezwungen, in
Festsetzung ihres Diskontzinssatzes für die Kund-
aft aus praktischen Erwägungen heraus sich an den
ssatz der B.d.F. zu halten.

Man kann die Ursache des Unterschiedes der Bank-
itik in der Wesensverschiedenheit der B.d.F. und
angelsächsischen Zentral-Banken sehen. Während
se eigentlich die Organismen der Zusammenziehung
Reserven der Banken sind, ist die B.d.F. wesent-
h - man könnte sagen nur - ein Rediskontinstitut.

Man kann sich allerdings die Frage vorlegen, ob
diese Rolle in derselben Auffassung weiter behal-
n und ob sie nicht zu einer open market policy ge-
ngen werden wird, wenn der Pariser Geldmarkt die
ünschte internationale Bedeutung erlangt. Das wür-
eine strukturelle Änderung des Marktes bedeuten,
von der Zentralbank eine andere Verfassung ver-
ngen soll, um den schnellen Kapitalbewegungen und
n daraus folgenden Goldbewegungen widerstehen zu
nnen.

Es scheinen aber mit dem Auftreten Flandins und
darauffolgenden Ernennung Tannerys (2) zum Gouver-
ur der B.d.F. neuere Momente und andere Grundprin-
pien in den Vordergrund getreten zu sein. Beide sind
eine aktive Politik der B.d.F. und eine direkte
einflussung des Geldmarktes durch sie (3).

In Frankreich sind die Schulden Holschulden, wenn
nicht das Gegenteil im Vertrag vereinbart ist.
Es ist zu bemerken, daß Herr Tannery vorher Direk-
tor der Caisse Autonome d'Amortisation und zugleich
der Caisse des dépots et consignations war, jene
Institute, die mit der B.d.F. in der Gestaltung des
Geldmarktes die entscheidende Rolle spielen, die
wir später besprechen.
Flandins Rede zur Eröffnung der Lyoner Messe (nach

Die problematische Grundstellung kommt nicht mehr von der Bank-Konjunkturtheorie aus, sondern rührt von praktischen einmaligen Finanzmomenten her. Der Ausgangspunkt ist in dem wachsenden Defizit des Budgets zu finden. Für 1935 soll der normale Etat mit 3 Milliarden Defizit schließen (1). Es sind aber etwa insgesamt 20 Milliarden (2) infolge der zahlreichen Belastungen außerhalb des Etats, die finanztheoretisch in den Etat hineingerechnet werden müssen, die der Staat sich leihweise beschaffen muß. Das sind die hohen Auslagen, die der Staat für Post, Eisenbahn, Sozialversicherungen, Kolonien, Landesverteidigung, für das Programm der staatlichen Arbeiten (Arbeitsbeschaffung) und für die Interventionen am Weizen-, Wein- und Viehmarkt machen muß. Die Steuerschraube ist zur Zeit überdreht. Der optimale Grad der Besteuerung ist längst überschritten und jede Steuererhöhung droht jetzt nur noch sinkende Erträge zu liefern(3).

Frkf.Ztg.11.3.35) „Frankreich sei nicht zur konjunkturpolitischen Passivität verurteilt. Es sei töricht, das Gold bei der Bank von Frankreich unbenützt aufzustapeln. Der Ministerpräsident sprach sich in seiner Rede stärker als bisher für eine liberale Kreditpolitik der Notenbank aus".

1) S.Rede von J.Caillaux vor dem Senat am 7.Febr.35.

2) Frederic Jenny. Sur la politique de crédit. Le Temps 21.1.1935.

3) Der Ertrag der indirekten Steuern (franz.Finanzterminologie) der Monopole und der Domänen zeigt im Jahre 1934 im Verhältnis zu 1933 Minuserträge, die folgendermaßen wachsen.

1. Trimester	248	Millionen
2. "	288	"
3. "	435	"
4. "	633	"

Der Vergleich mit den in dem Finanzgesetz für 1935 aufgestellten Schätzungen ist noch auffallender:

1. Trimester 1934 -	687	Millionen
2. " -	874	"
3. " -	1149	"
4. " -	1496	".

Zur Zeit der Budgetannahme gab der Finanzminister M. Germain-Martin an, daß die Schätzungen für 1934 etwa 4 Milliarden Überschätzungen enthielten, die er aber durch andere und besonders Sparmaßnahmen im Laufe des Jahres auszugleichen hoffte. Der Fehlbetrag ist aber in Wirklichkeit auf 5 Milliarden gewachsen (1) (1933 betrug er 7 Milliarden). Der Staat kann seinen Bedarf an Kredit nicht auf dem Kapitalmarkt decken, den er zuviel strapaziert hat. Seit 2 Jahren hat der Staat direkt oder indirekt etwa 40 Milliarden (2) geliehen und den Geldmarkt ausgepovert. Der Zinssatz von etwa 5 % für Staatspapiere - gegen etwa 3 % in den angelsächsischen Ländern und selbst in Ländern des Gold-

---

Für das ganze Jahr sind es 13 % weniger als die Schätzungen, die z.Zt. der Budgetaufstellung angenommen wurden. Allerdings wurde der Ertrag der direkten Steuern (frz.Terminologie) weniger mangelhaft. 1934 zeigt gegen 1933 eine Mehreinnahme von etwa 348 Millionen an. Und trotzdem stehen die wirklichen Einnahmen (7726 Millionen) hinter den Schätzungen (um 1.215 Millionen). Die Verwaltung hat sich scheinbar kräftiger gegen die Steuerentziehung u.für eine schnelle Eintreibung d.Steuerbeträge eingesetzt. Es muß bemerkt werden, daß die Einnahmen f.1935 beträchtliche alte Steuerschulden enthalten (mehr als 2 1/2 Milliarden in den 6.800 Millionen d.Einkommensteuern). Der Minusertrag wird also wahrscheinl.endgültig als Defizit bleiben.

1) Nach den durch den Finanzminister an den allgem. Berichterstatter des Senats f.d.Budget bekanntgegb. Angaben ist die Lage f.1934 folgendermaßen zusammenzufassen:

eröffnete Kredite	49.449.049.812
tatsächl. Einnahmen	43.057.000.989
Defizit	6.392.048.823

aber dieses durch H.Gardey festgestellte Defizit wird wahrscheinl.durch etwa 1 1/2 Milld.zurückgenommene Kredite auf 5 Milld. herabgesetzt.

2) Frederic Jenny, Sur la politique decrédit. Le Temps. 21.1.35.

blocks drückt es aus.

Wenn der Kapitalmarkt also erschöpft ist, soll der Geldmarkt einspringen. Soll dann die B.d.F. in Anspruch genommen werden? Politisch wäre es unmöglich, denn die Bevölkerung ist zu sehr auf der Hut gegen eine etwaige Inflation. Ein solches Mittel wäre auch Unfug in einem Land, wo soviel Horte sich befinden.

An das Problem müssen wir auch von anderer Seite herantreten: der Wirtschaftskonjunktur. Frankreich, dessen Hochkonjunktur anhielt, als die meisten Länder in der Krise waren, steht heute ganz im Deflationsprozeß, um das Weltpreisniveau ohne Währungsabwertung zu erreichen (1).

Die beiden Seiten der Erscheinung, die staatsfinanzielle und die konjunkturelle sind eng zusammen verbunden. Der Zirkel der Deflation schließt sie ein: die Produktion stockt, die Einkommen schrumpfen, die Sparfähigkeit nimmt ab, das Gleichgewicht zwischen Staatseinnahmen und -Ausgaben geht verloren, der Fiskus beansprucht einen wachsenden Teil der Kapitalbildung, verhindert dadurch eine Senkung der Zinssätze, hemmt damit die Produktion, die erneut zurückgeht usw.

Anfang 1935 schienen die Zeiten für eine Aktion reif, die der Deflation Einhalt gebieten sollten (2).

---

1) Eingeschriebene Unterstützungsempfänger gab es am 9.2.35 496.436. Gegenüber dem Vorjahr bedeutet das eine Steigerung um nicht weniger als 44 %. Dabei muß noch in Betracht gezogen werden, daß viel Arbeitslose noch nicht von der Statistik erfaßt sind.

2) Nach Budge (Geldlehre. 1933 S.175) sind für die aktive Konjunkturpolitik der Banken zwei Voraussetzungen nötig:
   1) eine fortgeschrittene Liquidisierung der Wirtschaft, was einer Beseitigung des unsoliden Kredites gleich kommt und
   2) daß die Reallöhne höher sind als die Nominallöhne.

   Die beiden Bedingungen sind jetzt erfüllt, wie die gesteigerte Liquidität der Banken und der Verlauf des Indexniveaus, das stärker gesunken ist als die Löhne, zeigen.

ie im Januar veröffentlichten Daten über den Außenandel ließen eine weitgehende Anpassung an das Weltreisniveau annehmen. Die Gesamteinfuhr mengenmäßig wie im Preise) ist gesunken (45711 T. 1934 gegen 8433 T. 1933), während die Ausfuhr mengenmäßig stieg 1934 28339 t gegen 1933 25168 t, das sind 12,5 %). a der Gesamtwert der Ausfuhr sinkt (1933 18.474 Mill. nd 1934 17.882), ergibt sich eine starke Senkung der inzelnen Preise. Die Umkehrung hat übrigens die Fertigwaren zum Träger: Während die Lebensmittel- und ohstoff-Ausfuhr nach Wert und Menge steigt, steigt engenmäßig die Fertigwarenausfuhr (um 13 %) bei sinendem Gesamtwert (um 9,5 %). Wenn also der Ausgleich it der Weltwirtschaft erreicht oder auf dem Wege dau ist, wäre es falsch, die Deflation noch weiter reiben zu lassen; es wären unnötige Kapitalverluste. as beste Mittel soll eine Kreditinjektion in die irtschaft sein, um durch eine kleine Inflation die eflation aufzuhalten.

Auf beiden Seiten - staatsfinanziell und konjunkturell - ergibt sich also das Bedürfnis, Kreditquellen zu erschließen. Der Weg über das Staatsdefizit oll der beste sein, um den Kredit der Wirtschaft zuuführen.

Als Kreditquelle ist aber die B.d.F. unmöglich. as französische Publikum, das von Defizit gehört hat, nd dem die Erfahrungen der Kriegs- und Inflationseit noch bewußt sind, würde den Umlauf der B.d.F. charf beobachten und bei den ersten Anzeichen seine ehorteten Banknoten zum Einlösen vorlegen und in old und Sachwerte umwandeln.

Der von der Regierung und von der B.d.F. eingeenlagene Weg ist ein anderer und sucht die Horte, ie wir schon besprochen haben, zu bewegen, sich dem taat freiwillig anzubieten und der Wirtschaft zu ilfe zu kommen. So würde anstatt einer, die Inanpruchnahme späterer, zukünftiger Ersparnisse bedeuenden Kreditquelle, das Reservoir vergangener Erparnisse erschlossen (1).

) Die Wirkung auf die Preise bleibt doch dieselbe wie die Emission frischen Noten- und Giral-Geldes durch die Notenbank.

Dadurch würden die Ziele erreicht und das französische Publikum bekäme in dem Umlauf der B.d.F. keinen Anhaltspunkt, um die Inflation zu wittern.

Die B.d.F. bekäme überdies, - was vom Standpunkt dieser Arbeit besonders interessant ist - die von jeder Notenbank erstrebte Kontrolle des Geldumlaufes besser in die Hand. Die gehorteten Banknoten sind immer imstande, ohne den Willen der B.d.F. in den Verkehr zu kommen und hemmen beträchtlich ihre Bewegungsfreiheit - wie eine gegenüberstehende unkontrollierbare Notenbank -.

Die Erschließung der Horten - wenigstens teilweise - soll die Form einer Modifizierung in der Organisation des Geldmarktes annehmen.

Verschiedene Maßnahmen wurden unter diesem Namen in der Vergangenheit ergriffen: 1929 die Schaffung eines internationalen Akzeptmarktes in Paris und den daran anschließenden 7-12 tägigen Lombard von Bankakzepten bei der B.d.F.; nach der Stabilisierung des Francs beschloß die Caisse des dépots et consignations Bonds der nationalen Verteidigung auf 2 Jahre zu lombardieren. Das Ziel ist immer gewesen, die Übertreibungen nach oben und nach unten zu vermeiden, die den Verleiher wie den Leiher in Verlegenheit bringen und deren Rückwirkungen die Staatsfinanzen stören könnten. Es handelt sich immer darum, den Inhaber von kurzfristigen Wechseln und Staatspapieren die Möglichkeit zu geben, diese Werte leicht, schnell und ohne Verlust mobil zu machen, d.h. sie bei Bedarf in Bargeld umzuwandeln.

Die erwähnten Maßnahmen hatten zum Zweck, den flüssigen Geldern, die als Rest der Stabilisierung des Francs geblieben waren, eine Anlage anzubieten, die Ersparnisse der französischen Bevölkerung in Form von kurzfristigen Akzeptkrediten und Bankakzeptdiskont der Welt zur Verfügung zu stellen und so die Aufhäufung von Gold zu vermeiden und die Weiterführung des schon aufgestapelten Goldes zu ermöglichen, die Verflüssigung des Geldmarktes infolge der Tätigkeit der Amortisationskasse zu kompensieren. Die vergangenen Maßnahmen tendierten also nach einer Versteifung des Geldmarktes, die Maßnahmen des Jahres 1935 haben

dagegen zum Zweck, den Geldmarkt für die Aufnahme der kurzfristigen Staatsemission zu öffnen.

Es empfiehlt sich, nicht zu viel über die Horte zu sprechen, und deshalb hat Flandin das Ziel ihrer Anstrengungen mit dem Worte „Zinssenkung" etikettiert. Die Zeitungsartikel sprechen von einer Organisation des Geldmarktes nach Londoner Muster, obwohl an verantwortlicher Stelle niemand sich täuschen läßt.

Der Generalrat der Bank von Frankreich hat am 20. Februar 1935 endlich über die von der Regierung gewünschte Erweiterung der Kreditpolitik der Bank Beschluß gefaßt, demzufolge der Gouverneur der Bank, Moret, zurückgetreten war. Die Beschlüsse stellen ein Kompromiß zwischen den weiter gehenden Wünschen der Regierung und den konservativen Bedenken der Mitglieder des Generalrats dar.

Eine Erweiterung des Escomptes der Schatzscheine findet nicht statt. Sie werden dagegen unter Vorzugsbedingungen zur Belehnung zugelassen.

Die Vorschüsse werden auf öffentliche Anleihen, deren Laufzeit nicht mehr als zwei Jahre beträgt, gewährt. Diese Begriffsbestimmung schließt die gewöhnlichen Schatzscheine und die Bonds der Nationalen Verteidigung ein. Sie schließt natürlich die Staatsrenten und die Bons und Obligations du Trésor auf mehr als 2 Jahre (gewöhnlich 3.6.9. und 5.10.Jahre) aus. Die B.d.F. gewährt Darlehen bis zu 80 % des Nennwertes (aber höchstens den Kurswert) auf 7 bis 30 Tage zum Zinsfuß von 2 5/8 %, während der gewöhnliche Lombardzinsfuß der Bank immer noch 4 1/2 % ist. Der neue Darlehenszinsfuß ist kaum höher als die Bankrate von 2 1/2 % (1).

Für die Bank hat die Verweisung auf den Lombard den Vorteil, daß die Schatzscheine, im Gegensatz zum Escompte, in der Regel nicht bis zum Verfalltag in ihren Händen bleiben. Sie wird nach einem Lombard von 7, 15, 30 Tagen die Papiere den Lombardnehmern immer

---

1) Die Lombarde von B.D.Mat.bei der Caisse de Dépots, die in letzter Zeit zu 2 1/2 % stattfanden, sollen nun aufgehoben werden. Die Kasse wird die betreffenden Beträge direkt dem Staat zuführen können.

vor dem Verfalltag zurückgeben. Bons mit weniger als 30 Tagen Verfallzeit werden nie zu der B.d.F. kommen, denn der Verkauf auf dem Privatdiskontmarkt ist billiger. Auf diese Weise bleiben immer die Lombardnehmer die Gläubiger der Regierung. Wenn größere Posten von Schatzscheinen von der B.d.F. zur Einlösung eingereicht würden, könnte der Staat leicht mit Prolongationsforderungen kommen (1).

Die Inflationsgefahr ist vollständig dadurch ausgeschaltet, daß der Lombard auf 30 Tage begrenzt ist, ohne die Möglichkeit einer Verlängerung. Nach 30 Tagen muß der Lombardnehmer die Papiere zurücknehmen und sich anderswo den Preis verschaffen. So können nicht die Lombarde in verkappte Dauervorschüsse der B.d.F. an den Staat ausarten.

So wird der Geldmarkt die Verbreiterung verzeichnen, die für die Unterbringung der kommenden Staatsanleihen nötig ist. Solche Anlagen, die früher illiquid waren, werden durch diese Politik der B.d.F. liquid.

Da die Banken diese Papiere in Zukunft als Liquidität ersten Ranges rechnen können, werden sie ihre Kassenreserven ermäßigen und einen Teil der jetzigen Beträge in Bons du Trésor und Bons de la défense nationale anlegen können.

Werden viele Privatiers ihre Horte in Bons umwandeln? Die Frage steht offen. Es wird für den Sparer, der mit jedem Centime rechnet, eine schwere Versuchung sein. In Bons wird sein Geld so sicher angelegt wie bei der B.d.F. und doch Zins bringen, während ein Guthaben bei der B.d.F. unverzinst bleibt. Die BDNat. waren während des Krieges bei der B.d.F. rediskontierbar und haben darum beim Publikum die größte Abnahmebereitschaft gefunden. Oder wird das Publikum eine Verkleinerung der Aufnahmebereitschaft der B.d.F. und einen Verlust bei der Veräußerung befürchten? Eine solche Aufnahmegrenze ist nämlich erörtert worden; die Bank, die einer Inflation auf jeden Fall die Tür verriegelt halten will, soll sich eine Grenze von

---

1) Rede vom Senator de Wendel vor dem Senat am 29. Januar 1935.

2 1/2 - 3 Milliarden gesetzt haben (1).

Der Zinssatz dieser Lombarde vermeidet eine unberechtigte Inanspruchnahme der Bank, um sie zu der Hauptträgerin der Bons zu machen. Ein zu niedriger Zinssatz hätte zur Folge, daß Leute Bons zeichnen, nur um sie bei der Bank zu beleihen und wieder zu zeichnen.

Zu hoch würde das Geschäft nur mit Verlust zu machen sein, und so könnten die Facilitäten der B.d.F. kaum als solche bezeichnet werden.

Der festgesetzte Satz von - zuerst 2 5/8 % bildet auf Schatzwechsel, die 2 3/8 % (2) Zinsen bringen, eine geringe Abschreckung durch den Verlust von 1/4 %. Dieser kann leicht von einer Bank bezahlt werden, die ihre Liquidität verbessern soll. Die Abschreckung ist umso leichter, je kürzer die B.d.F. in Anspruch genommen wird. Das trägt dazu bei, der Möglichkeit entgegenzutreten, daß die Bank von Frankreich zuviel Papiere hereinnehmen muß.

In der selben Zeit bringen allerdings die BDNat. 3 % Zinsen, was beträchtlich über 2 5/8 % liegt. Dieser Tatbestand scheint keine Gefahr einzuschließen. Die Caisse des dépots et consignations belehnte vorher diese zweijährigen Bons zu 2 1/2 % (diese Einrichtung dürfte nun aufgehoben werden) und wurde nicht überlaufen. Der Bank von Frankreich bleibt immer die Möglichkeit, den Zinssatz zu erhöhen oder die Beleihungsquote (80 %) zu senken. Zur Zeit der Maßnahmen wurde erwartet, daß der Ausgleich sich durch Senkung der Zinsen der BDNat. vollzieht. Durch die Maßnahme der B.d.F. sollen diese Papiere mehr, als sie es infolge der Lombardmöglichkeit bei der Caisse des dépots et consignations vorher waren, leicht rediskontierbar auf dem Privatdiskontmarkt werden.

---

1) „on peut donc supposer qu'elle (die Bank von Frankreich) se sera fixé en principe une limite, qui, selon certaines informations se situerait aux environs de 2 1/2 ou de 3 milliards". Frédéric Jenny - Le Temps. 25.2.35.

2) Schatzwechsel von 3 Monaten bis 1 Jahr, seit Oktober 1934, 2 3/8 %.

Infolgedessen wird ihre längere Frist (2 Jahre) einen so großen Unterschied in der Verzinsung, den Schatzbonds gegenüber, nicht mehr begründen. Diese Zinssenkung wäre die erste erwünschte Folge der eingeschlagenen Politik der B.d.F.

Durch diese Maßnahme trägt die B.d.F. den Wünschen der Regierung nach Erleichterung der Geldbeschaffung Rechnung, und sie bildet ein geeignetes Mittel zur Auflockerung des Geldmarktes, ohne erhebliche Inflationsgefahren zu bergen, zumal die Höhe dieser Lombardaußenstände allwöchentlich in den Ausweisen der Bank bekanntgegeben wird.

Dieser Anfang einer Bekämpfung der Krise hatte schon die glückliche Wirkung, das Vertrauen des Auslandes in die französische Währung zu stärken, sodaß ausländische Kapitalien nach Frankreich kamen, um die Zinsspanne auszunutzen, selbst zu Zinssenkungen beizutragen und der Wirtschaftspolitik zu helfen. Die Frankfurter Zeitung schreibt: (1) „Das Vertrauen in die Stärke des französischen Goldbestandes hat wohl nicht nur französisches Kapital, sondern auch Mittel aus anderen kontinentalen Ländern aus der Londoner Unsicherheit in den Schutz der französischen Währung zurückkehren lassen. Fast noch bezeichnender ist es, daß die bescheidenen Anfänge einer aktiven Konjunkturpolitik in Frankreich schon C h a n c e n d e r K a p i t a l a n l a g e geschaffen haben, die dem Londoner Markt Konkurrenz machen: französische Banken, die bisher unter sorgfältiger Ausschaltung des Währungsrisikos durch Devisentermingeschäfte kurzfristige Gelder in London angelegt haben, ziehen es nach dem erweiterten Liquiditätsrückhalt für Schatzscheine bei der Bank von Frankreich nun vor, diese Mittel in solchen heimischen Werten anzulegen. Ein kleines Symptom nur; aber vielleicht doch kennzeichnend dafür, daß man, geschützt durch einen so riesigen Goldhort, möglicherweise auch ohne Gefahr für die Währung eine aktive Konjunkturpolitik treiben kann".

---

1) Währungssorgen allerwärts. - 10.3.35.

IV. a) Akzeptgeschäfte.

Einen bedeutenden Teil der Geschäfte, die sich auf dem Markt Hors Banque abspielen, stellen die Bankakzepte dar, und dieser Teil bildet den ausgesprochenen Akzeptmarkt. Diese Geschäfte nahmen ihren Ausgang vom Ausland her - sie haben sich in Frankreich erst seit kurzer Zeit einbürgern können, ohne jedoch ein gewisses Mißtrauen der französischen Banken zu zerstreuen. Die Krise, die wir augenblicklich durchmachen, liefert den Beweis für die Richtigkeit dieser Zurückhaltung, denn der Umfang der Krise ist wohl im gewissen Sinne die Auswirkung allzugroßer Übertreibungen in dieser Richtung. Da die Akzeptgeschäfte auf dem Pariser Markt sehr an Bedeutung verloren haben, und zwar infolge der Krise und der sehr zurückgegangenen internationalen Beziehungen, soll dieses Kapitel vor allem den Weg zeigen, wie man einen Akzeptmarkt schaffen wollte.

Die wirtschaftliche Natur des Akzeptkredites ist am klarsten zu verstehen, wenn man darin die Zurverfügungstellung - also das Leihen - einer Kreditwürdigkeit sieht und diese dem Leihen von Geld gegenüberstellt. Im allgemeinen kannte man bis in die neueste Zeit hinein nur die tatsächliche Ausleihung. Diese bestand aus der tatsächlichen Hingabe einer Sache oder eines Wertes an den Schuldner. Die Hingabe des Versprechens etwas zu leihen, bedeutete noch keinen wirtschaftlich erheblichen Vorgang. Der Ausleiher hatte noch nichts ausgeliehen, und der spätere Schuldner war noch nicht Schuldner geworden.

Der Akzeptkredit ist die Inanspruchnahme fremder Kreditwürdigkeit, nicht aber die Ausleihe des Geldes selbst, d.h. der Bankier gibt keineswegs Werte hin, sondern nur seine ihn verpflichtende Unterschrift.

Eine Bank eröffnet einem Kunden einen Akzeptkredit für eine bestimmte Summe und einen bestimmten Zeitraum auf Grund einer Vereinbarung mit diesem über die Eröffnung eines Kredites; dabei ist es ohne Belang, ob er ein Depot bei dieser Bank unterhält oder nicht. Wenn der Bankkunde etwas zu zahlen hat, so

läßt er durch seinen Verkäufer einen Wechsel auf die Bank ziehen oder er zieht ihn selber und übergibt dem Verkäufer die Tratte. Diese wird der Bank zum Akzept vorgelegt und dann veräußert der Warenverkäufer, sofern er Geld braucht, die Tratte an einen Bankier, und das umso leichter, als das Papier nicht die Unterschrift eines in der Regel unbekannten Warenverkäufers, sondern die einer bekannten Bank trägt. Der Bankier, der die Tratte hereingenommen hat, behält sie entweder oder gibt sie weiter auf den Geldmarkt. Am Verfalltag wird die Tratte der Akzeptbank vorgelegt, die den Kredit eröffnet hat; sie zahlt dann mit den Mitteln, die der Warenkäufer ihr zu gebotener Zeit zur Verfügung gestellt hat.

Auf dem Geldmarkt sieht man Tratten im Umlauf, die nicht mehr wie sonst üblich, auf Handels- und Industriefirmen, sondern auf Banken durch ihre Kundschaft gezogen sind. Das sind Zahlungsverpflichtungen der Banken, und die Bonität des Schuldners bewirkt, daß das Papier zu einem günstigen Zinssatz aufgenommen wird.

Man versteht, daß die Zahl der Akzepte, die eine Bank in Umlauf setzen kann, beliebig hoch sein kann. Diese stehen in Prinzip weder in Beziehungen zu ihrem Kapital (1), noch zu ihrer Depositenzahl, noch zu überhaupt etwas.

Diese Art des Kredits ist allerdings wenig dem Einfluß der einzelnen Banken unterworfen, sondern mehr der Beurteilung der Mehrzahl der Banken. In der Tat gewährt der Akzeptant nicht den Kredit allein, sondern nur in Übereinstimmung sozusagen mit seinen Berufskollegen. Wenn diese die Unterschrift desselben Bankiers zu oft im Umlauf sehen, diskontieren sie seine Unterschrift nur noch zu einem höheren Zinssatz,

---

1) Die Praxis in England stellt wohl eine gewisse Beziehung - wenigstens um sich eine gewisse Vorstellung zu machen - zwischen dem Kapital der Firma und der Summe der ausgegebenen Akzepte auf; aber dies ist nur eine Faustregel, die aus der Gewohnheit heraus entstanden und die sich durch den allgemeinen Gebrauch eingebürgert hat.

- das bedeutet ein Anschwellen seiner Verpflichtungen -. Sein Kredit wird teurer und seine Kundschaft selbst zieht sich zurück.

Das ist ein schönes Beispiel für das Zusammenhalten eines ganzen Bankplatzes und die gegenseitige Überwachung der Banken untereinander.

Die Diskontierung eigener Akzepte ist in Frankreich nicht gebräuchlich.

Der Akzeptkredit ist ein bequemes Mittel der Mobilisierung von Kredit. Wer ein Bankakzept in der Hand hat, kann es sehr leicht verkaufen, und zwar zu einem sehr günstigen Kurs, weil die Unterschrift der Bank im Ansehen hoch steht. Ein Bankakzept in der Tasche zu haben, ist genau so sicher wie bares Geld, und - es bringt Zinsen.

Das Akzept ist ein mächtiges Mittel der Kapitalbewegungen, das herangezogen werden kann, um die Spekulation zu unterstützen oder die Industrie eines Landes zu finanzieren. So zogen vor dem Krieg die deutschen, ungarischen und russischen Banken auf ihre Zweigstellen in London Tratten, die diese akzeptierten und die sie dann durch englische Banken diskontieren ließen.

Man kann sich fragen, ob das Arbeiten mit Tratten, die Akzeptkredite verkörpern, keine Wechselreiterei bedeutet, da der Akzeptant dem Aussteller nichts schuldet, und ob diese Geschäfte nicht zu Excessen führen können. Dadurch ist Tür und Tor für eine schnellere Geldschöpfung, als die Warenschöpfung es ist, geöffnet. Naturgemäß müssen sich die Banken des Grundes für den Kredit und seiner Verwendung vergewissern.

Der Londoner Markt, auf den wir später noch mit mehr Einzelheiten zurückkommen, offenbart eine auf dieser Grundlage in großzügigstem Maßstab stattfindende Geldschöpfung. In der Praxis unterhalten die Diskonthäuser ein viel beträchtlicheres Portefeuille, als ihre eigenen Reserven es erwarten lassen. Was die marchant bankers anbetrifft, so ist es offenbar, daß es keine andere Begrenzung für das Vermögen zu akzeptieren gibt, als die Sättigung des Marktes durch dieselbe Unterschrift. Das bedeutet gleichsam, daß man

nicht so sehr das Verhältnis zwischen dem Umlauf der Unterschrift einer Firma und ihrem Kapital oder dem Vermögen ihrer Inhaber als das Verhältnis zwischen dem Gesamtumlauf am Markt und dem unter der Verantwortlichkeit des einen Akzeptanten zirkulierenden Umlauf betrachten soll. Das ist also mehr eine Frage der Verteilung des Risikos, als eine der eigentlichen Sicherheit.

So übersteigen die Akzepte einer Firma ihr Kapital plus Reserven beträchtlich. Dies gilt auch von den Diskontierungen einer „discount company". Und die Engländer sind der Ansicht, daß diese Überspannungen den Beweis liefern für die Solidität ihres Marktes. Die Erklärung für diesen scheinbaren Widersinn ist folgende: der „marchant banker" gibt seine Unterschrift unter die Tratte und er ist verantwortlich für ihre pünktliche Bezahlung; vor allem ist die City der Ansicht, daß der Akzeptant für das ganze Geschäft vor allem die Garantie gibt, daß die Tratte in Verbindung mit Wertentstehung steht, und daß die Geldschöpfung mit der Wertentstehung Schritt halten wird. Waren werden verschickt, sie sind sogar schon verkauft. Infolgedessen muß die Zahlung automatisch sein. Der Akzeptant kennt die Bonität des Käufers und des Verkäufers wirklich im Vertrag und das eigene Risiko aus dem Geschäft und seinen Waren. Der marchant banker hat einen großen Überblick über den Markt; hinzu kommt die Sicherheit seiner Informationen über die vertragschließenden Parteien. Seine Unterschrift ist nur eine Garantie dafür, daß das Geschäft in Ordnung ist. Das Vermögen des marchant bankers spielt dabei nur eine untergeordnete Rolle. Seine technischen Fähigkeiten allein rechtfertigen die Größe der Kreditwürdigkeit, die man seiner Unterschrift beilegt; man weiß, daß diese ohne weiteres ausgezeichnete Geschäftsabschlüsse mit sich bringt und sich aus sich heraus bewährt.

Hauptsächlich in Import- und Exportgeschäften werden diese Akzeptgeschäfte angewandt. Sie entstehen dann auf der Grundlage eines Rembourgeschäftes, das unmittelbar das Geldgeschäft mit dem Warengeschäft in Verbindung setzt und die Waren, vermittels der sie

vertretenden Urkunde, als Pfand der akzeptierenden Bank gibt.

Man muß sich vergegenwärtigen, daß es sich bei diesen Rembourgeschäften nicht darum handelt, Zahlungsfristen zu gewähren. Diese sind schon in dem Kredit einbegriffen, den der Verkäufer dem Käufer einräumt, aber einerseits möchte sich der Verkäufer eine Sicherheit verschaffen, andererseits streben beide nach Zahlungserleichterungen. Der Verkäufer möchte den Preis der verschickten Waren so schnell wie möglich einziehen; der Käufer sucht nach einem Ausweg, die Zahlung des Preises hinauszuschieben.

Diese Kreditart kann sowohl dem Export als auch dem Import dienen.

Sie ist in der Praxis zahlreichen Modalitäten unterworfen. Die Gebräuche und Bedürfnisse der Handelsleute weichen beträchtlich voneinander ab, je nach den Produkten, die sie vertreiben und je nach den Ländern.

Angepaßt den Exportgeschäften für Fertigwaren nimmt das Akzeptgeschäft auch noch andere Formen an und ganz besondere, wenn es z.B. der Finanzierung des Kampagnekredits für die Erdnüsse von Senegal und für den Zucker von Zentral-Europa dient.

Wir müssen uns hier darauf beschränken, diese Geschäfte in ihrem Wesen darzulegen, indem wir nur das kennen lernen wollen, was wichtig ist als Gegenstand des Geldmarktes (1).

---

1) Für die Einzelheiten, nämlich Garantien, Konnossemente dieser Kreditgeschäfte siehe im Deutschen: Kalveram, Bankbetriebslehre. Berlin 1929,S.21,24.- Rothschilds Taschenbuch f.Kaufleute, Lpzg.1932, S.211. - Koch, Der Warenkredit d.Banken u.seine Sicherstellung. Jena 1922. Voigt, Das überseeische Dokumententrattengeschäft d.Banken, Mannheim-Berlin-Leipzig 1926., siehe im Französischen: Terrel et Lejeune, Traité des opérations commerciales de Banque. Paris 1927.S.185. - Pierre Etienne, Les crédits par acceptation. Paris. Rousseau 1926, S.30. Pierre Marais, Des ouvertures en banque de crédits confirmés et non confirmés. Paris, Rousseau 1925.

Man muß die Handelsakzepte, die auf Grund von Warenbewegungen und damit neuen Wertentstehungen geschaffen sind, scheiden von den Finanzakzepten. Die ersten sind immer geschätzter, aber man darf die anderen nicht unterschätzen, da auch sie sehr gut sein können. Das Finanzpapier des Kaufmanns ist immer zweifelhaft. Aber dasselbe gilt nicht für die Akzepte, die von einer erstklassigen Bank gegeben sind, selbst dann, wenn es unmöglich wäre, zwischen der Tratte und einer gewissen Menge von Waren eine unmittelbare Verbindung herzustellen, aber der Kredit durch eine neue Produktion und einen dadurch entstandenen Zuwachs des Volkseinkommens gerechtfertigt wird, z.B. im Falle des Kampagnekredits.

Die hauptsächlichsten Emissionsinstitute (1) haben entschieden, daß sie nur noch Handelsakzepte, aber keine Finanzakzepte mehr diskontieren werden. Das gehört zur allgemeinen Politik der Zentralbanken, die nur Handelspapiere hereinnehmen wollen. Diskontieren sie Wechsel, die einer mit Wertentstehung nicht in Zusammenhang stehenden Krediteröffnung entsprechen, so nähmen die Zentralbanken auf keiner Wertentstehung basierende Wertpapiere in ihre Portefeuilles und hielten obendrein die Privatbanken an, entsprechendes zu tun. Da die Gelder, die aus dem Verkauf solcher Finanzpapiere herrühren, einem unbekannten Geschäfte dienen sollen, auf jedem Falle keinem Warenverkehr entsprechen (sonst wären sie Handelsakzepte) und wahrscheinlich sogar über den Bedarf hinaus geschaffen werden, verursachen sie eine Kreditexpansion. Die Hereinnahme solcher Finanzpapiere in großem Umfange durch die Banken führte bei dem Bestreben, die Währung zu halten, möglicherweise zu einer schweren Deflationskrise; und im Endergebnis könnte sogar die nationale Währung doch gefährdet werden.

In der Praxis sind diese Grundsätze fallen gelassen worden, und oft hat man Finanzkredite geschaffen, indem man ihnen die Form eines Warengeschäftes gab - „unechte" Rembourskredite -.

Man hatte immer noch reine, von den gewöhnlichen

---

1) Ausschuß zur Untersuchung.... d.Bkkredit 1930 S.114.

Dokumenten begleitete Rembourgeschäfte. Daneben aber hatten sich unter dem Druck, Kredit zu haben, und unter dem Spekulationsdrang der Nachkriegszeit, Kredite entwickelt, die den Anschein erweckten, Warenkredite zu sein, ohne jedoch solche zu sein.

Einmal waren die Waren tatsächlich verkauft und verschickt, aber sie mußten oft in einem sehr langen Zeitabschnitt von einem Jahr oder auch zwei Jahren bezahlt werden - Deutschland verkaufte nach Rußland Waren sogar mit einem Zahlungstermin von 5 Jahren - und Kredite mit solchen Fristen sind niemals kurzfristig zu nennen. Das ist eher eine Art Kommanditgeschäft zwischen Verkäufer und Käufer und ein solches kann nicht mittels einer auf drei Monate gezogenen Tratte mobilisiert werden.

Ein anderes Mal war sogar die Ware noch nicht verschickt, der Vertrag selbst noch nicht unterzeichnet. Dieselbe Ware diente mehreren Tratten zum Träger. Waren etwa falsche Urkunden dabei? Denn bekanntlich ist die Tratte im allgemeinen von Dokumenten begleitet, die die Ware ausweisen. Die englischen und amerikanischen Banken, die ihr Akzept gaben, verlangten diese Dokumente nicht, weil man die Geschäfte von dem Konkurrenten zu sich herüberziehen wollte und überhaupt um jeden Preis Geschäfte zum Abschluß bringen wollte. Man prüfte das der Tratte zugrundeliegende Geschäft nicht nach. Man war sich darüber im Klaren, worum es ging, dies war jedoch lediglich eine Frage der Konkurrenz; man wollte der Konkurrenzbank und dem Konkurrenzplatz Geschäfte wegnehmen und deshalb stellte man die Kundschaft zufrieden, indem man alle Förmlichkeiten beiseite schob. Andererseits waren diese Kredite erstklassigen Banken gegeben, die ein Frage nach irgendwelchen Nachweisen entrüstet von sich gewiesen hätten. Man verlangte Rechnungen, Dokumente von kleinen Banken, Handelsfirmen, aber von den großen Kreditinstituten verlangte man nichts dergleichen. Wenn die Emissionsbank irgendwelche Nachforschung anstellte, begnügte sie sich mit einem Brief seitens des Bankkunden, in dem es hieß, daß der Kredit für Handelszwecke nachgesucht werde.

Privatwirtschaftlich nahm man an, daß die Kredite, die an erstklassige fremde Banken bewilligt waren, den Instituten, die sie gewährten, nur beschränktes Risiko brachten. Das Ansehen einer Bank erlaubt der anderen nicht, sich der Verantwortung für die wirtschaftlichen und monetären Folgen des Excesses in der Kreditwirtschaft zu entziehen und nimmt sie nicht gegen die eintretende Deflationskrise in Schutz.

Die 1931 ausbrechende Krise zeigte die Fehler, die in der Verwendung der unechten Rembourgeschäfte begangen wurden als ein Mittel unter den anderen, die zur unberechtigten Krediterweiterung geführt hatten. Während die echten Rembourskredite sich verhältnismäßig bewährten, weil solche Kredite nicht fest angelegt werden können, froren die unechten Rembourskredite ein. Die Folgen der Übertreibungen waren schwer: Die latein-amerikanischen Länder haben damit den Anfang gemacht, dann folgte die österreichische Credit-Anstalt, die deutschen Banken und schließlich der Fall des Pfundes und des Dollars.

Diese Ausschreitungen fanden hauptsächlich in Amerika und England als Folge der Konkurrenz zwischen beiden Plätzen statt. Der eine wollte den anderen überflügeln und deshalb hielten sie den Zinssatz niedriger als er normal gewesen wäre, und beide verlangten keine Rechenschaft von sich darüber, was mit dem Kreditgeschäft geschah.

Der Pariser Markt hat an diesem Wettlauf nur wenig teilgenommen. Die B.d.F. stellte die Forderung auf, daß die ihr zum Verkauf vorgelegten Bankakzepte die Geschäftsgrundlage unter folgender Formel „EN CONTRE-PARTIE DE 200 balles de paux de boeufs expédiées de Buenos Ayres à Hamburg" erwähnen.

Diese Grundsätze sind jedoch nicht so strikte, daß man sich nicht über sie hinweggesetzt hätte. Man kennt auf dem Pariser Markt gegenseitige Bankbeziehungen, um die Kampagnekredite für Zucker in Mitteleuropa oder für Tabak auf dem Balkan zu finanzieren. Es ist gegenseitig vereinbart, daß die Produzenten - oder eher die sie vertretenden fremden Banken - ein Drittel der Tratten auf eine der Pariser Banken (wenn es drei sind) ziehen und diese tauschen ihre Akzepte

zum Verkauf gegenseitig aus. Die Tratten haben also drei Unterschriften und können an die B.d.F. diskontiert werden. Sie tragen den Vermerk von der unter den Banken und der B.d.F. getroffenen Vereinbarung.

b) London.

Wir können hier nicht an einer Besprechung der beiden Plätze vorbeigehen, nach denen Paris seinen Acceptmarkt organisiert hat. Es sollte dort nicht nachgeahmt werden, was man in London und New York zu beobachten hat. So wie jeder Platz einen Organismus geschaffen hat, der den Bedürfnissen seines Handels und den Eigenschaften der dort verfügbaren Kapitalien angepaßt und von den anderen verschieden ist, so sollte Paris auf der Grundlage seiner Eigenschaften etwas schaffen, was diese Eigenschaften verwertet, ohne darauf zu verfallen, eine ausländische Einrichtung zu kopieren. Denn dies wäre ein vergeblicher und unfruchtbarer Versuch und würde einen Fehlschlag bedeuten.

Die Betrachtung des dort Geschaffenen soll kein Muster geben, sondern die leitenden Banken an Erfahrung bereichern und Fehler vermeiden helfen. Die Erfahrung der anderen soll denjenigen dienen, die die Aufgabe haben, den Markt zu gestalten. Unter den großen Geldmärkten war London der erste, der den Akzeptkredit tätigte, ihm folgte dann New York. Er ist immer noch führend, was den Geschäftsumfang betrifft.

Während in Paris die Handelswechselgeschäfte die Grundlage des Geldmarktes bilden, wie wir gesehen haben, und während diese Geschäfte mit dem Tagesgeldmarkt nichts zu tun haben, greifen diese Geschäfte in London sehr eng eines in das andere ein, sie hängen voneinander ab, und man kann sie nicht trennen.

Die Geldgeber sind in erster Linie die großen Kreditbanken, es sind die 10 Clearingsbanken von London. Neben diesen großen Banken leihen die Kolonial- und ausländischen Banken und Emissionshäuser, je nach ihrer Flüssigkeit, und die Akzepthäuser selbst leihen gelegentlich den billbrokers, endlich sind auch manchmal die großen Handels- und Industriefirmen

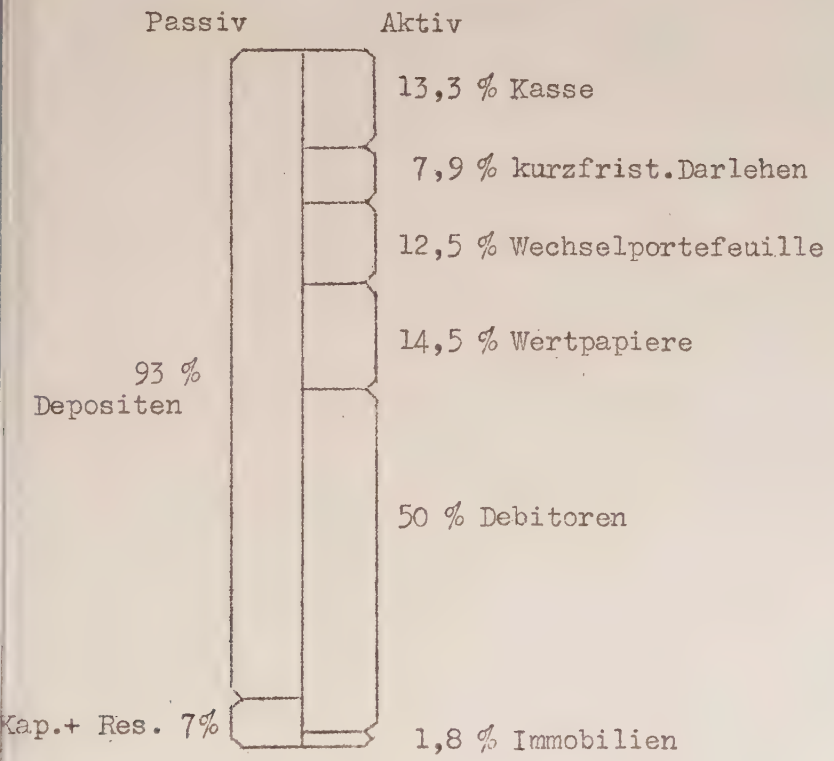
Geldgeber auf dem Markt.

Es ist also bis dahin ein Gebilde, das dem Pariser ähnelt. Die Großbanken verfügen über den größten Teil des Vermögens der Wirtschaft und sie müssen eine Politik der vollständigen Liquidität verfolgen.

Die großen Summen, die die Großbanken auf den Geldmarkt werfen, sind, wie es bei der Londoner Bankpraxis zu begreifen ist, vollständig liquid, und sie bilden nach dem Kassabestand, dem Guthaben bei der Bank of England die II. Liquiditätslinie, um allen Anforderungen zu genügen. Die Posten Kasse, kurzfristige Darlehen und Wechselportefeuille bilden ein Ganzes von mehr als 30 % der Depositen, das sehr flüssig ist und erlaubt, den Rest der Depositen einer weniger flüssigen Anlage, den Konto-Korrenten der Industrie und des Handels zuzuführen. Diese Anlage ist vollständig flüssig auf Grund der Organisation des Geldmarktes und wenn sie eine ganz geringe Rendite abwirft, so ist ihre Liquidität gesichert, sodaß die Bank eine viel größere Freiheit zum Anlegen in Kontokorrentvorschüssen hat, die weniger flüssig sind, aber einen größeren Gewinn abwerfen. Andererseits erlaubt diese, durch das Bankakzeptportefeuille gesicherte Liquidität den englischen Banken ihre Liquiditätsreserve bei der Bank of England oder in der Kasse dauernd auf einem niedrigen Niveau zu halten.

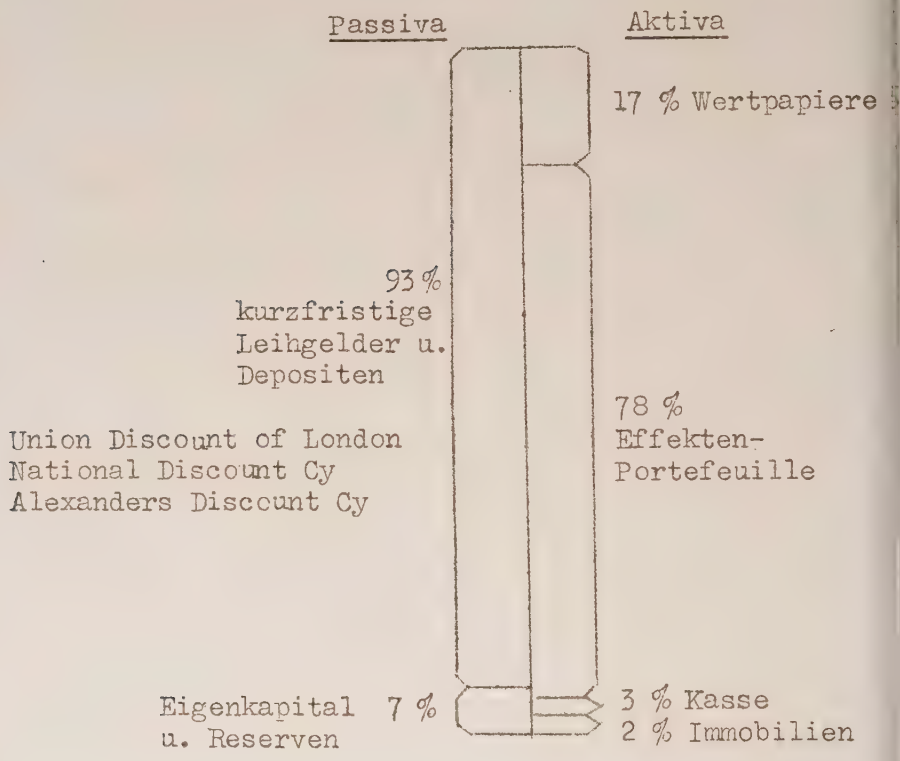
Sicherlich ist das Bedürfnis, über diese Summen in sehr kurzen Terminen zu verfügen, der Grund, warum die Banken und die Diskonthäuser, das System des Tagesgeldes gegen Akzepte auf breiter Grundlage gebildet haben. Wenn das System für die Banken vorteilhaft ist, ist es dies auch für die Diskonthäuser, die sich so billig die Mittel verschaffen, deren sie bedürfen. So erreichen sie eine angemessene Rentabilität für ihr Kapital. In der Tat verwenden die billbrokers die Gelder, die sie verleihen, zum Diskont von Bankakzepten, und der Diskontsatz, den sie für diesen Kauf von Papieren erhalten, ist höher als der, den sie bezahlen, um die entsprechenden Gelder zu erhalten. Die Differenz stellt ihren Gewinn dar.

Kombinierte Bilanzen der Londoner Clearing-Banken am 31.12.28:



Aus: Bulletin de la Soc. d'Etudes et d'inform. économ. Mai 1930.

Combinierte Bilanz der 3 hauptsächlichen Diskonthäuser Londons vom 31.12.28.



Bulletin de la Société d'Etudes et d'informations économiques. Mai 1930.

Jeden Tag empfängt der Direktor der Bank, der für die Kassenhaltung verantwortlich ist, im Laufe des Morgens die Besuche von verschiedenen Billbrokers. Im Laufe des Besuches (1) wird über die allgemeine Lage des Marktes und der Geschäfte gesprochen und die Bank gibt ihre Absichten bekannt, ob sie das Leihgeschäft fortsetzen, verkleinern oder vergrößern will. Diese Geschäfte belaufen sich meistens auf Beträge von 25 000 und 50 000 Pfund, seltener auf kleinere Beträge von 10 000 Pfund. Die Geschäfte werden am Nachmittag telefonisch fortgesetzt. Die Bank, die dem Broker ein Leihgeschäft zugesagt hat, gibt ihm einen Scheck oder ermächtigt ihn, auf sie zu ziehen. Dagegen schickt ihr der Broker Garantien. Der Broker gibt als Sicherheit für das Geld, das er bekommt, die Akzepte, die er mit diesem Geld gekauft hat. Diese Deckung muß 100 bis 105 % betragen. Sie ist 105 % bei der Bank of England (2). Diese Akzepte sind bankbills, zu Bündeln im Betrage von wenigstens 5 000 Pfund geordnet. Gelegentlich gibt der Broker baldfällige Staatspapiere oder Treasorybills (3). Diese Wechselbündel (genannt floaters) zirkulieren auf dem Markt mit der größten Einfachheit. Die Kassenboten des Brokers bringen sie an den Schalter der Bank und erhalten dagegen einen Scheck. Wenn das Geschäft beendigt ist, bringen sie den Scheck wieder und nehmen die Wechsel wieder mit. Im Laufe der Geschäfte kann der Broker diese Bündel anderwärts verkaufen, er schickt dann ein anderes Paket als Ersatz des vorhergegangenen, das ihm zurückgegeben wird.

So hat der Geldmarkt in London als Charakteristi-

---

1) Erwähnen wir nach Truptil, daß diese Besuche noch im Zylinderhut gemacht werden und, daß zahlreiche Heiraten in der City die Verbindungen vertiefen. Truptil, système bancaire anglais et la place de Londres, diss. Paris 1933.
2) Europe nouvelle. 12.7.30.
3) Die Gläubiger, die am Verfalltag des Tagesgeldes den Kredit nicht zurückbezahlt erhalten, können nach einer einfachen Mahnung und ohne Gerichtsurteil den Betrag verkaufen.

kum, daß man sehr oft ohne Grenzen leihen kann und, daß andererseits diese Darlehen eine vollkommene Liquidität aufweisen, denn sie sind fast immer Tagesgeld gegen erstklassige Garantien. Der Markt ist also das wesentlichste Instrument für das Anlagesystem der Großbanken und die Grundlage des dortigen Diskontmarktes. Der Diskontmarkt zeigt die dem Tagesgeldmarkt entsprechenden Charakteristiken, sie ergänzen sich gegenseitig. Auf diesem Diskontmarkt sind eine große Anzahl Londoner Häuser, nämlich alle diejenigen, die sich mit Diskontgeschäften befassen, zugleich Geldgeber und -nehmer. In der Tat werden einerseits die akzeptierten Wechsel normal zum Diskont angeboten und andererseits haben alle Banken ein Wechselportefeuille, das sie sehr oft dadurch bilden, daß sie die Bündel als Sicherung nehmen - was einem Rediskont gleichkommt. -

Ein sehr originaler Charakter des Diskontmarktes besteht in seinen sehr entwickelten internationalen Beziehungen. Die Bankbills, die das Material des Geldmarktes sind, beruhen auf internationalen Geschäften und die Hereinnehmer von Bankbills sind nicht nur englische Häuser, sondern auch eine große Zahl von ausländischen Banken. Die Gewohnheit der großen englischen Depositenbanken, daß sie zum Zwecke der Anlage eines Teiles ihrer Kassenüberschüsse Akzepte kauften, wurde in der Praxis von vielen ausländischen Kreditinstituten übernommen. Viele Banken im Ausland wollen auf nutzbringende Weise einen Teil ihrer Aktiven anlegen und diese unbedingt liquid halten. Sie kaufen dann Akzepte der englischen Banken. Wir entnehmen noch von R.J.Truptil die folgende Statistik(1) (s.n.Seite.)

Man bemerkt zuerst die Bedeutung dieser ausländischen in London angelegten Guthaben und wie wenig Akzepte durch eigentliche englische Kapitalien finanziert sind. Das bildet gerade eine dauernde Gefahr für den englischen Devisenmarkt, der er nicht hat widerstehen können. Die Tabelle zeigt auch, daß sich

---

1) Truptil, Le système bancaire anglais.... Paris 1933, S.227.

Für ausländische Rechnung in London gekaufte und aufbewahrte

Pfundsterling-Wechsel.

		Dez.1927	Dez. 28	Dez. 29	Dez. 30	Dez. 31
				in 1000 £		
Im Portefeuille der Bank of England clearings banks u.6 schottish.. Banks	Für Rechnung v.Banken,die ihren Sitz im Ausland haben	133 541	173 029	163 971	119 121	108 802
	Für Rechnung. v.Regierungen	22 923	13 790	26 293	16 817	19 521
	Für verschied. Kunden	5 155	8 494	9 962	8 787	8 491
Im Portefeuille der Akzepthäuser	für eigene Rechnung (prinzip.)	13 115	16 863	19 379	8 040	7 380
		174 734	212 176	219 605	152 765	144 194

ein großer Teil der Kapitalbewegungen durch Kauf und Verkauf von Wechseln vollzieht, aber daß diese Wechsel nicht aus dem Lande kommen. Sie werden nur in besonderen Aktenmappen für Rechnung und auf den Namen der Käufer aufbewahrt.

Was die Technik betrifft, können wir das, was Lebeau, Abteilungschef a.D. bei der Bank von Frankreich schreibt, anführen. Er sieht die Geschäfte von der Seite der B.d.F. als Anleger aus. Was er sagt, gilt auch für andere Banken.

„La banque de France ne transmet ses ordres d'achat qu'aux meilleures banques de Londres et de New York et cellesci garantissent les paiements aux échéances. Elles conservent d'ailleurs les traites et se bornent à envoyer des bordereaux, relatant toutes les indications de dates, sommes et noms, qui figurent sur les documents. Cette garantie suffit à la banque" (1).

Die Vermittler auf dem Diskontmarkt sind dieselben, wie auf dem Geldmarkt. Es sind die Diskonthäuser und die Billbrokers; sie bilden die Verbindung zwischen Verleiher von Geld und denjenigen, die Wechsel in Umlauf setzen wollen. Dank der ausgedehnten Mittel, die von den Banken ihnen zur Verfügung gestellt werden, können sie gewöhnlich ohne Grenzen diskontieren.

Der Maklerberuf umfaßt einerseits die running brokers, die für Rechnung ihrer Auftraggeber arbeiten, ohne persönliches Risiko zu übernehmen, und andererseits die Billbrokers und die discount-houses. Diese letzteren sind Billbrokerhäuser, die die Form von Aktiengesellschaften angenommen haben und wegen ihres großen Kapitals einen größeren Kredit genießen. Die beiden letzten Kategorien übernehmen das Delkredere (2) für die Geschäfte, die sie tätigen.

Die Londoner Makler sind also sehr verschieden von denjenigen von Paris. In London sind sie wirkliche Kaufleute, sie kaufen Wechsel für eigene Rechnung

---

1) Lebeau, La Banque de France. Paris 1931. S.82.
2) Die Billbroker garantieren entweder durch ein Giro oder meistens durch einen allgemeinen Garantiebrief den guten Verlauf der Geschäfte.

und verkaufen sie zuletzt wieder an verschiedene Hereinnehmer, sie wählen die Verfalltage und die Papierkategorien aus, die von den jeweiligen Käufern gefragt sind.

Sie liefern den Banken Wechsel auf den genauen Verfalltag, an welchem sie sie benötigen. Diese Aufgabe ist sehr wichtig, denn die Banken verkaufen auf dem Markte die Bills nicht wieder, die sie gekauft haben. Das ist sowohl in London wie in Paris Brauch. Die Banken stellen ihr Wechselportefeuille auf in Übereinstimmung mit ihren Gelddispositionen. Wenn sie ihre Liquidität vergrößern wollen, lassen sie ihr Portefeuille dadurch nach und nach sich leeren, daß Wechsel zum Ablauf kommen, ohne daß neue gekauft werden.

Die Makler auf dem Platz London sind sehr wichtig und man kann sagen, daß sie den Markt bilden, denn sie nehmen das ganze angebotene Material von einer Unterschrift, ohne bestrebt zu sein, das Risiko zu verteilen, nur der Zinsfuß ist Gegenstand einer Diskussion. Sie verteilen erst nachher das Risiko unter den kaufenden Banken, indem sie ihre Wechsel rediskontieren oder ihnen als Sicherheit für die gelieheнen Gelder geben. Aber der Hauptpunkt auf dem Markte ist, daß alle Wechsel auf einmal aufgenommen werden. In Paris dagegen muß der Verkäufer selbst die Teilung vornehmen, und er muß selbst sein Papier einer anderen Bank anbieten, wenn die erste es nicht mehr hereinnehmen will. Der Verkäufer selbst - der Kaufmann, dem der Kredit gewährt worden ist - ist gewöhnlich nicht dafür eingerichtet. Die Nützlichkeit der Vermittler steht also außer Frage, und die Londoner Banken wollen lieber mit ihnen arbeiten als direkt. Ihre Aufgabe ist dadurch vereinfacht, und das Risiko verringert. Der Broker, der Spezialist ist, kennt alle Banken und alle Unterschriften, die sich auf einem Wechsel befinden, und obwohl seine eigene Unterschrift nicht erscheint, wacht er darüber, daß der Wechsel von jedem richtig indossiert wird, und zum Schluß garantiert er die Einlösung am Verfalltag. Durch ihre enge Fühlungnahme mit zahlreichen Banken sind die Broker in der Lage, sich auf dem Laufenden zu halten über die Lage

der Banken und ihre Meinung voneinander. Sie sind ferner in der Lage, die Beträge der Papiere zu schätzen, die sich mit einem bestimmten Giro oder einem bestimmten Akzept in Umlauf befinden und, wenn dieser Betrag zu groß wird, sind sie die ersten, die es bemerken, denn mehrere ihrer Kunden werden sich weigern, auf den oder jenen Namen ihr Risiko zu vergrößern.

Endlich leistet der Billbroker auch dem Verkäufer von bills Dienste, sei es einem Kaufmann, einem Industriellen oder einem Bankier. Wenn der Verkäufer sich direkt an eine Bank wendet, kann man ihm einen Verfalltermin zurückweisen oder ihm einen sehr ungünstigen Zinssatz anbieten. Der Billbroker macht die besten Bedingungen, denn er ist ziemlich sicher, unter seiner größeren Kundschaft eine Bank zu finden, die bereit ist, das angebotene Papier hereinzunehmen.

Der Zinsfuß auf dem Akzeptmarkt schwankt zwischen dem Tagesgeld und dem Bankzins. Wenn er über den Zins der Bank of England steigt, werden die Wechsel dieser Bank gegeben und diese oberste Grenze kann nicht lange überschritten werden. Der Zins kann auch nicht unter den Tagesgeldzinssatz sinken, sonst verlieren die Makler. Dies geschieht nur dann, wenn man eine Baisse des offiziellen Zinsfußes erwartet. Die Diskonthäuser verdienen, wenn der Geldzins sinkt und sie verlieren, wenn er steigt.

Merchant bankers.

Vor dem Krieg wurden die meisten Akzepte von einer besonderen Art von Kaufleuten gegeben, den berühmten merchant bankers. Diese sind im eigentlichen Sinne keine Bankiers und auch keine Warenkaufleute, die sie ursprünglich waren. Der Ruf, den gewisse Häuser für sich erworben hatten, drückte sich in einem günstigen Zinsfuß für ihre Wechsel aus. Die Kaufleute von geringerem Ansehen dachten daran, sich diese bessere Unterschrift für ihre Wechsel zu verschaffen. Die Provision wurde durch den günstigeren Zinsfuß beim Diskont ausgeglichen.

Die ersten Adressen, die so sahen, daß sie ihren Ruf zu Geld machen konnten, spezialisierten sich in

diesem Geschäftszweig, der darin bestand, die vorgelegten Wechsel zu prüfen, zu akzeptieren und in Umlauf zu setzen. Sie hielten sich über alle Ereignisse, die auf dem Markte eine Rolle spielten und über die Lage der Parteien auf dem Laufenden. So entstand aus eigentlichen Kaufleuten der Beruf der merchant bankers. Sie spezialisierten sich jeder nach Branche.

Sie müssen heute der Tätigkeit der großen Banken weichen.

New York.

Der Akzeptmarkt von London hat sich ganz natürlich gebildet, der von New York mußte in jeder Einzelheit geschaffen werden, und man bemerkt an ihm noch heute die Zeichen dieses Ursprungs. Die Gründer des Akzeptcredits in Amerika haben den „american acceptance council" gegründet, der als Ziel die Schaffung eines Marktes und die Organisation einer Propaganda hat, um dem Publikum und den Banken die Vorteile des Akzeptmarktes bekannt zu geben. Dieser Council hat zu diesem Zwecke eine regelmäßige Veröffentlichung, das „acceptance bulletin", herausgegeben und kurze Büchlein (1), in welchen die Vorteile dieses Finanzierungssystems gezeigt wurden. Amerika kannte nur die Solawechsel und vor der Reform von 1930 erlaubten nur einige wenige Staaten ihren Staatsbanken Wechsel anzunehmen. Der american acceptance council zeigte nicht nur, wie man sich des Wechsels bediente, sondern darüber hinaus die Vorteile des Acceptcredits. Der council hat auch den Banken gezeigt, wie diese Acceptcredite eine Liquiditätsreserve ohne jedes Risiko bilden. Er zeigte der Bevölkerung, wie man sein Geld anlegt. Eine in Amerika durchgeführte Enquete zeigt, daß man außer den Banken Versicherungsgesellschaften, alle Art von Industrie- und Handelsunternehmungen, Gemeinden Sportgesellschaften, Schülerver-

---

1) Über die eigentliche Propaganda, ihre Mittel und ihre Erfolge, siehe Vigreux, le crédit par acceptation, Paris 1932 Seite 43.

einigungen und Kirchengemeinden für die Anlage bereit findet. Die Savingbanks haben auch von dem Recht, diese Wechsel zu kaufen, Gebrauch gemacht.

Diese Vereinigung hat alles getan, um die Makler einzusetzen, die als Vermittler zwischen denen, die Akzepte verkaufen und jenen, die kaufen wollen, dienen sollen. Der american acceptance council hat erreicht, daß der vor 15 Jahren gegründete Akzeptmarkt sich sehr schnell entwickelte. Am 1.12.1926 gab man 755 Millionen Dollar laufende Akzepte an, am 1.12.27 erreichte der Handel mit Akzepten 1080 Millionen Dollar und am 1.12.1928 1 Milliarde 280 Millionen. Der Umfang der Akzepte war also mit dem von London vergleichbar. Wenn aber in London die Geschäfte zum großen Teil auf Transaktionen unter anderen Ländern als England beruhen, beruhen die in New York auf Geschäften zwischen U.S.A. und der übrigen Welt oder sogar auf Handels- (oder selbst Finanz-) Geschäften, bei denen beide Parteien in USA. ansässig sind. Die amerikanischen Statistiken, die vom council veröffentlicht wurden, sind genauer als die irgendeines anderen Landes und sie gruppieren die Akzeptgeschäfte wie folgt: (1)

Wechsel im Umlauf am 31.12.	1926	1927
	in Millionen	Dollar
1) Finanzierung von Importgeschäften	283,5	312,7
2) " " Exportgeschäften	260,7	390,9
3) " " Geschäften innerhalb U.S.A.	28,6	20,9
4) " " Vorräten in Lagerhäusern	115,8	196,7
5) " " Geschäften zwischen fremden Ländern	40,3	130,8
6) Akzepte, um sich Devisen zu verschaffen	26,1	28,3
	755,0	1080,3

---

1) Revue Banque. Oktober 1928, S.621.

Sicherlich sind die Kategorien 1 und 2 hier zahlenmäßig die wichtigsten, aber die Kategorien 3 und 4 sind beachtenswert. Diese stellen Vorschüsse auf Waren dar und nicht mehr die Mobilisierung von abgeschlossenen Warengeschäften.

Man sieht hier, wie der Akzeptkredit sehr leicht von der Handelsbasis auf die Finanzbasis übergleitet. Der Übergang von der einen auf die andere ist leicht, und wir sehen aus den Zahlen, wie New-York die Gefahr dieser Geschäfte nicht hat vermeiden können. Wenn also der Akzeptumlauf in New-York den von London erreicht, hat er doch nicht dieselbe Qualität. Man muß besonders hervorheben, daß in New-York der internationale Charakter nicht so ausgeprägt ist wie in London. Während London, wie gesagt, meistens Akzepte finanziert, die Geschäfte in fremden Ländern vertreten, ersieht man aus den amerikanischen Statistiken, daß dort 65 % der Akzepte dazu dienen, Handelsgeschäfte zwischen den Vereinigten Staaten und der übrigen Welt zu finanzieren, 20 % für Geschäfte, die mit Amerika nichts zu tun haben und 15 % für Geschäfte innerhalb der U.S.A. (1).

Dadurch, daß die Amerikaner den Anregungen des Acceptance Council folgten, haben sie wohl sehr rasch Papiere geschaffen, aber der Markt dafür ist nicht mitgekommen. Die angebotenen Mittel schwanken sehr. Es gibt Perioden, wo Angebot und Nachfrage sich ausgleichen, aber das ist selten.

Das Federal reserve Board (2) mußte den Markt aufrecht erhalten, da er noch sehr unentwickelt war, und es mußte für ihn Vertrauen erweckt und erhalten werden. Die Federal reserve Banks haben eine Menge Papier aufgenommen. Das wäre sehr normal, wenn es sich um Spitzenausgleich handelte, aber 1928 z.B., mußten sie 2/3 der auf dem Markte angebotenen Papiere

---

1) Vigreux. Le Crédit par Acceptation. Paris 1932.
2) Im Jahre 1920 wurden die Federal reserve bancs ermächtigt, 6-Monatspapiere zu rediskontieren. Während sie vorher höchstens 3-Monatspapiere hereinnehmen konnten. Wechsel auf 6 Monate waren vorher schwer unterzubringen.

aufnehmen. Dies gibt dem Markt einen künstlichen Charakter, den man nicht in London trifft, denn die Bank of England nimmt nur verhältnismäßig sehr kleine Beträge und nur auf kurze Zeit auf.

Um die Finanzierung der internationalen Transaktionen zu entwickeln und die von den Federal Reserve Banken angebotenen Erleichterungen zu benutzen, haben die amerikanischen Banken im Ausland Niederlassungen errichtet, sie kauften fremde Banken auf, oder gründeten neue Filialen, die acceptance corporations. Diese haben sich ziemlich wenig entwickelt, man kann hauptsächlich die internationale acceptance bank nennen, die 1921 mit einem Kapital von 15 Millionen Dollar gegründet wurde.

Die englischen Vermittler, die auf dem Akzeptmarkt in London durch die Kenntnisse der Papiere große Dienste leisten, haben in New-York ihresgleichen nicht. Man findet in New-York gewisse kleine Makler mit wenig Kapital: discount companies oder acceptance dealers, sie fungieren als einfache Vermittler zwischen Käufer und Bankier und bringen sie in Verbindung, ohne ins Geschäft zu treten (also ohne ducroire). Diese Lage hat folgende Fehler, die wir aufzählen und die der Platz Paris vermeiden soll:

1) Die Unstetigkeit des freien Marktes. Sie ist für die Entwicklung des Marktes sehr wichtig. Davon hängen die Kosten des Geschäftes ab, und es ist für den Kreditnehmer sehr wichtig, im voraus zu wissen, was die Finanzierung seines Geschäftes ihn kostet. New York gibt in dieser Beziehung keine Sicherheit. Im Laufe von 1928 sind die Zinsen von 3 3/8 auf 5 1/4 gestiegen, um wieder auf 4 1/2 zu fallen. Sie sind wieder auf 5 1/4 gestiegen und erreichten Mitte 1929 5 5/8 und dies trotz Eingreifens der Federal Reserve Banken.
2) Der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufszins ist zu groß. Das bezeichnet einen zu engen und spekulativen Markt. Wenn die Menge der angebotenen Papiere nur wenig die Aufnahmefähigkeit des Marktes übersteigt, steigen die Zinsen merklich, und infolgedessen müssen sich die Makler und im allgemeinen die, die auf dem Markt arbeiten, durch eine

weite Gewinnmarge decken. In London ist der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufszins gewöhnlich 1/32 und in New York 1/16 und sogar 3/16; es folgt daraus, daß man nicht gerne ein amerikanisches Papier kauft, das man nicht ohne beträchtlichen Verlust verkaufen kann.

3) Die Bankiers von New York sind in einer sehr festen Gemeinschaft gruppiert, die einen festen Satz für Akzeptprovision herausgegeben hat. Im Gegensatz dazu ist der Provisionssatz in London veränderlich und es folgt daraus, daß selbst, wenn der Geldzins in London höher ist als in New York, die Londoner Banken konkurrieren können, indem sie den Provisionssatz senken (1). Wenn die Banken von New York durch den hohen Geldzins auf ihrem Platz benachteiligt sind, können sie nicht in Konkurrenz treten, sie sind gebunden.

c) Akzepte am Pariser Markt.

Trotz der großen Mittel, deren sich der Geldmarkt erfreute, und obwohl er infolgedessen eine internationale Rolle spielte, blieb die Verwendung von Akzepten ziemlich beschränkt.

Die monetäre Labilität und die Reglementierung des Devisenmarktes (2) haben lange Zeit den französischen Banken jede Aktivität auf dem Internationalen Kreditmarkt unmöglich gemacht. Infolgedessen war der schon vor dem Kriege beschränkte Bankakzeptverkehr beträchtlich zusammengeschrumpft. Und so war die Akzeptsumme der 6 großen Kreditinstitute (3), die am 31.12.13 609 Millionen Franken ausmachte, am 31.12.27

---

1) Man muß dagegen bemerken, daß ein zu niedriger Satz der Provision die nötige Versicherungsprämie nicht einschließt, und die Geschäfte ungesund macht.
2) 1928 außer Kraft gesetzt.
3) Cr. Lyonnais, comptoir national d'escompte, S^té générale. Crédit Industriel et Commercial. Banque Nationale de Crédit, Crédit commercial de France.

nicht größer als 315 Millionen damalige Franken (d.h. weniger als 75 Millionen des Jahres 1914). 1920 war eine Art Akzeptbank gegründet worden (man kann die B N F C E als solche ansehen), ihre Akzeptationssumme, obwohl in stetigem Wachsen, konnte die obengenannte Verminderung nicht ausgleichen.

Die Lage hat sich im Laufe des Jahres 1928 gewandelt; hauptsächlich seit dem Juni, als die Stabilisierung der Währung vorgenommen wurde. Am 31.12.27 machten die Akzeptkredite der Crédit Lyonnais, comptoir d'escompte, Sté générale 263 Millionen Franken aus und am 31.12.28 stiegen die Akzepte dieser 3 Banken auf 861 Millionen. Das war dreimal so viel.

Man sieht so, wie diese Summe weder den englischen Akzeptverkehr noch auch den aus der Vorkriegszeit erreicht. Dieser Lage wollte man dadurch abhelfen, daß man einen Akzeptmarkt als Vervollständigung des Geldmarktes schuf. Während der Jahre 1929/30/31 wurde eine aktive Propaganda zur Ausbreitung des Akzeptkredits in Frankreich entfaltet. Es handelte sich darum, aus Paris einen großen internationalen Geldmarkt, etwa wie den Londoner oder den New Yorker Markt, zu schaffen und das Gold der B.d.F. wieder in den Weltverkehr einzuschalten.

Dabei rechnete man nicht mit der Weltkrise, die bald ausbrach und die internationalen Beziehungen auf ein Mindestmaß zurückführte und diese in Clearing-Gebilde einschnürte.

Die Organisation geschah unter der Leitung der B.d.F., die in ihrer Rolle an der Spitze der französischen Banken fungierte.

Die Diskonthereinnehmer existierten schon ohnehin. Schwieriger war das Problem bezüglich der Akzeptanten. Bekanntlich hängt die Ausleihsumme, die ein Bankier auf dem Weg der Krediteinräumung in Form von Geld in Verkehr bringen kann, von seiner Liquidität ab. Dagegen sieht der Bankier, der akzeptiert, seine Möglichkeiten, Kredit zu schaffen, durch Brauch festgestellt. Dieser hat gezeigt, daß ein gewisses Mindestverhältnis zwischen dem eigenen Kapital und dem Gesamtumfang der unter seinem Namen laufenden Akzepte berücksich-

tigt werden soll.

Dieses Verhältnis variiert, je nachdem es sich um in dem Akzeptkredit spezialisierte oder nicht spezialisierte Institute handelt. Die ersten verfügen über eine vervollkommnete Dokumentierung und andererseits muß das Eigenkapital der letzten nicht nur ihre Akzeptierungen, sondern auch die gesamten anderen Verbindlichkeiten decken.

Man kann im übrigen keine feststehende Regel aufstellen für die Höchstzahl der Akzeptationskredite, die eine Bank der einen oder der anderen Art geben kann. Diese Summe schwankt je nach den Umständen, in denen die kreditgebenden Bankiers ihre Tätigkeit ausüben, je nach dem Risiko, das sie eingehen und je nach der Konjunkturlage.

Aber es steht fest, wie die Erfahrung gezeigt hat, daß für die spezialisierten Banken ein Verhältnis des eigenen Kapitals zu den Akzepten zwischen 1/5 und 1/7 als gesundes Maß angesehen werden kann; dies trägt dem eingegangenen Risiko Rechnung und sichert dem Bankier eine angemessene Rendite seines Kapitals.

Die anderen Institute halten sich im allgemeinen an das Verhältnis 1 zu 1 (1).

Es war nicht angängig in Paris, einen Stamm von Bankiers nach dem Vorbild der merchant bankers in London zu schaffen. Das sind mit dem Platz verwachsene Einrichtungen, die man nachahmen könnte, die aber in Paris nicht lebensfähig wären, weil ihnen die Handelsbasis fehlt.

Andererseits wäre es nicht angezeigt, solche merchant bankers in Paris zu schaffen, weil man von einem gewissen Verschwinden der merchant bankers in London sprechen kann. Sie verschwinden unter der

---

1) In Paris kennt man keine gesetzmäßige Begrenzung, Akzepte herauszugeben, aber in New York stellt das Federal Reserve Act eine Reihe von Beschränkungen oder Monopole - da es ein Vorrecht ist - auf, Tratten zu akzeptieren, die von Federal Reserve Banken zum Rediskont angenommen werden können. Diese Begrenzungen sind auf die Natur des Geschäftes, das der Tratte zu Grunde liegt, abgestellt.

Konkurrenz der großen Banken, die mehr und mehr Erfahrung in diesen Geschäften sammeln, ihr Auskunftsnetz immer dichter über die ganze Welt ziehen, und die mit ihrer finanziellen Kraft alles anziehen. Dagegen sind die merchant bankers in London nicht mehr kapitalkräftig genug. Horstmann u. Cie. ist verschwunden, weil diese Firma illiquid war, und weil sie beträchtlichen Kapitalverlust hatte. Die neue Leitung hatte anscheinend die alten Erfahrungen nicht mehr. Die Firma Rocadanachi sons and Cie. ist trotz des hohen Ansehens der Leitung wegen Liquiditätsmangel aufgelöst worden. Dies zeigt demnach, daß selbst die alte Einrichtung der merchant bankers in London sich infolge des Kapitalmangels und des Mangels an Beziehungen in einer für sie zu großen Welt nicht mehr halten kann.

In Paris konnte man der Haute Banque die Rolle nicht auferlegen, weil sie eine ganz andere Tradition hinter sich hat, als eine kaufmännische.

Die gewählte Lösung war die, wie sie schon von Amerika angenommen wurde: neuere Organisationen zu schaffen, reichlich mit Kapital versorgt, in diesen Geschäften spezialisiert, um einen stärkeren Koeffizienten zu haben. Das beste Mittel dafür, daß die Unterschrift in den diskontierenden Banken leicht untergebracht wird, war, die Kreditinstitute an der Gründung teilnehmen zu lassen und daraus zwischenbankliche Organismen zu schaffen.

Es gab schon eine in den Akzeptgeschäft ziemlich spezialisierte Bank, die B N F C E (1), aber sie verfolgt andere Ziele und das Akzeptgeschäft bildet nicht den Hauptzweig ihrer Geschäftsabwicklung.

Zu Anfang des Jahres 1930 wurde von der B.d.F. die Gründung der Banque française d'Acceptations durch einen Zusammenschluß der großen Pariser Banken angeregt. Sie hat nach ihrer Satzung zum Ziele: „de favoriser l'accord de crédits par le moyen des acceptations". Diese Gründung erhält ihren Charakter als gemeinsame dadurch, daß keine daran beteiligte Bank die

---

1) Banque nationale française du commerce extérieure.

Majorität hat und ihre Beteiligung ohne die Genehmigung des Verwaltungsrates unabwälzbar ist. So sind die Akzepte der B.F.A. der größten Aufnahmebereitschaft bei den Großbanken sicher und in jedem Falle haben sie die Unterstützung der B.d.F.

Ihr Kapital beträgt 100 Millionen Franken, und man bewilligt ihr, 5 mal mehr zu akzeptieren, als ihr Kapital beträgt. Ihr Direktor M. Jean Velay war der Vertreter der Irving Trust Cy. in Europa. Er ist deshalb über die amerikanischen Methoden und über die europäischen Bedürfnisse wohl unterrichtet.

Die Bank ist mit ihren anfänglichen Versuchen langsam verfahren. Am 30. Juni 1930 hatte sie die Akzeptsumme von 400 Millionen Franken im Umlauf. Mit Beginn der Krise sind diese Zahlen naturgemäß beträchtlich gesunken.

Das ist nur eine bescheidene Entwicklungsstufe in der Organisation des Geldmarktes. Der Betrag von 500 Millionen Akzepte, den die Bank höchstens in Verkehr bringen kann, stellt nur 1/5 oder 1/6 der Gesamtakzepte auf dem Pariser Markt überhaupt dar. Man wird andere gleichartige Banken gründen müssen.

Die B.F.A. soll nicht die großen Kreditinstitute, die schon bestehen, verdrängen, was nebenbei auch unmöglich wäre. Die großen Kreditinstitute wollen ihre Akzepte weiterhin geben, wie es die big five in England neben den laufenden Geschäften tun. Der Ruf der großen Banken enthält eine Kreditquelle, die man verwenden will. Natürlich wird die Möglichkeit der anderen Banken zur Schaffung von Akzepten durch die Summe ihres Kapitals und ihrer Reserven begrenzt.

Die Möglichkeit auf dem Markt in Paris, Akzepte zu schaffen, soll nach Pommery (1) 4 Milliarden Franken und nötigenfalls auch 6 bis 7 Milliarden erreichen, die die 6 großen Banken auf der Grundlage ihres Kapitals und ihrer Reserven schaffen könnten. Von den Pariser Banken insgesamt könnten 10 bis 12 Milliarden Francs Akzepte aufgebracht werden (2). Das

---

1) Pommery, conférence à la Société d'Economie Politique 1929.

2) Eine Schätzung der Gesamtakzeptsumme im Umlauf ist

ist etwa 1/4 des englischen oder amerikanischen Marktes auf seinem höchsten Punkt.

Die Möglichkeit, Bankakzepte in dieser Höhe zu schaffen, ist durchaus genügend und das wahrscheinlich für lange Zeit, denn die Wirtschaft steht jetzt in einer Krise, und es ist wohl zu erwarten, daß die Rekordzahlen der vergangenen Hochkonjunktur in der Welt nicht so schnell wieder erreicht werden.

Nachdem einmal die Tratte geschaffen und durch den Bankier akzeptiert worden ist, muß sie mobilisiert, verkauft werden, damit der Bankkunde über die Mittel, deren er bedarf, verfügen kann. Auf dem Pariser Markt ist es die Regel, daß eine Bank ihre eigenen Akzepte niemals diskontiert, weil dies einfach einen Kassakredit bedeuten würde (1).

Die akzeptierte Tratte muß einer anderen Bank zum Diskont vorgelegt werden, und wer kann das tun? Das ist oft der Bankier selbst, der akzeptiert hat. Er soll seine Akzepte anderen Banken, d.h. Konkurrenten, anbieten, was sehr unangenehm ist.

Die Makler, die den Platz und die Bedürfnisse eines jeden kennen, sind notwendig dazu da, den Banken diese Unannehmlichkeit abzunehmen, nämlich selbst den Banken die gekauften Akzepte anzubieten und so den Markt unpersönlich zu gestalten.

Einige Makler in Paris befassen sich mit derartigen Geschäften. Sie begnügen sich damit, die Verbindung zwischen Käufer und Verkäufer herzustellen und übernehmen keinerlei Delkredere. So bleibt die Unannehmlichkeit des unmittelbaren Verkehrs unter den

---

in Frankreich sehr schwer dadurch, daß bedeutende Banken, wie auch die dort ansässigen englischen und amerikanischen Banken, beträchtliche Akzeptkredite geben, ohne jedoch Bilanzen zu veröffentlichen.

1) Die deutschen Gewohnheiten waren vor dem Kriege die gleichen, haben sich aber geändert. Die deutschen akzeptierenden Banken und größeren Privatbankfirmen diskontieren oft ihre Akzepte aus Konkurrenzprinzip. Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft. Der Bankkredit. 1930. S.128.

Banken bestehen.

Es kommt darauf an, diese Hemmungen auszuschalten, sofern man einen großen Markt mit unpersönlichem Charakter und fungiblem Material schaffen will. Das wird in London durch die Vermittlung des Diskonthauses oder des Billbrokers erreicht, die als nicht wegzudenkende Vermittler mit ducroire-Charakter auftreten. Jede Tratte wird dort normalerweise dem Billbroker, der kein Bankier ist, verkauft. Wenn ein Bündel von Wechseln einem Bankier angeboten wird, so kommt es immer von einem Makler, der kein Konkurrent ist, sondern eine ergänzende Tätigkeit neben der des Bankiers ausübt.

Die große Anzahl der Maklerfirmen in London, die Anzahl der Geschäfte, die sie tätigen, ihre Marktkenntnis, ihre Gewohnheit, jedes Quantum der ihnen angebotenen Papiere abzunehmen, macht den Markt groß und vereinigt alles in ihrer Hand. Die Tatsache, daß jeder Tratte, die durch ihre Hand geht, ihre Garantie anhaftet, macht das Material in jeder Klasse sozusagen fungible und trägt dazu bei, den Markt abstrakt zu gestalten.

Um das übrige zu seiner Vervollständigung zu tun, hat M. Jaques de Neuflise, ein Finanzmann ersten Ranges, mit Unterstützung der B.d.F. zu Ende des Jahres 1928 die Compagnie parisienne de réescompte gegründet mit dem Ziele, Bankakzepte mit den von den Banken zur Verfügung gestellten kurzfristigen Geldern hereinzunehmen und mit dem weiteren Ziel, einen regen Akzeptmarkt zu gründen, der zu jeder Zeit und in jedem Quantum die Bankakzepte, die verlangt und angeboten werden können, kaufen und verkaufen kann.

Trotz zahlreicher technischer Schwierigkeiten hat die Compagnie Parisienne de Réescompte es fertig gebracht, sich einen Markt zu schaffen und hat sich eine feste Stellung erworben.

Die B.d.F. hat dem Markt alle möglichen Erleichterungen geben wollen.

Die B.d.F. hat zur Entfaltung des Akzeptmarktes in Paris wesentlich dadurch beigetragen, daß sie regelmäßig die Rediskontierung der Bankakzepte, die mehr als 15 und weniger als 90 Tage laufen und 3 gute

Unterschriften tragen, zuließ. Die Tratte muß überdies eine kaufmännische Geschäftsgrundlage haben und diese, die zur Eröffnung eines Kredits geführt hat, auch erwähnen. Diese Angaben müssen auf der Tratte von der akzeptierenden Bank unter deren Verantwortung gemacht werden. Der Bezogene kann eine französische, wie eine ausländische Bank, die in Frankreich ansässig ist, sein.

Daraus, daß die französischen Filialen und Sitze ausländischer Banken sich bei der B.d.F. ein Diskontkontokorrent eröffnen lassen können, ersieht man, daß die Politik der B.d.F. darin großzügiger ist, als die der englischen und amerikanischen Zentralbanken, die nur auf ihre Landsleute gezogene und auch von ihnen herrührende Wechsel diskontieren. Ihre Politik ist auch großzügiger als die der holländischen und Schweizer Zentralbanken, die seit Beginn des Krieges nur das eine Ziel fest im Auge haben, ihre Währung nicht durch eine Kreditinflation zerstören zu lassen. Da der Akzeptkredit am ehesten eine verkappte Inflation herbeiführen kann, so war die ganze Aufmerksamkeit der Emissionsanstalten dort auf die Herkunft der Tratten gerichtet, die man ihnen zur Rediskontierung vorlegte. Sie nahmen sie nur mit Vorsicht an. Für jede bedeutende Summe sollte die Genehmigung der Holländischen Zentralbank zur Zeit der Krediteröffnung eingeholt werden. Nur holländische Akzepte, die diese Erfordernisse erfüllten, wurden zur Rediskontierung zugelassen (1).

Die B.d.F. hat bis 3 Uhr nachmittags anstatt morgens um 11 Uhr die Vorlage der Bankakzepte zur Rediskontierung gestattet. Die Kassenhaltungsgeschäfte wurden dadurch erleichtert. Bis zu dieser Zeit war 11 Uhr der letzte Termin, um sich bei der B.d.F. durch Rediskont Geld zu beschaffen. Nach 11 Uhr war jeder der Stimmung des Marktes ausgeliefert.

Die B.d.F. nimmt jetzt von einigen Kreditinstituten die Handelsakzepte lombardmäßig für 7 Tage, jedoch

---

1) Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft. Der Bankkredit 1930. S.88, 114, 115.

auf 12 Tage (7+5) verlängerbar, herein. Bis dahin blieben die Wechsel, die man ihr vorgelegt hatte, in ihrem Eigentum bis zu ihrem Verfalltage, und sie gab sie niemals mehr zurück (es sei denn, daß sie unbezahlt blieben).

Die Diskontierung für nur 7 (bzw. 12) Tage ist bei der B.d.F. eingerichtet worden, um die Spannungszeitabschnitte vorbeigehen zu lassen. Vorher konnten nur die Inhaber von Effekten für einige Tage Geld leihen (1).

Die vorgelegten Wechsel müssen außerdem 50 000 Francs ausmachen und blanco-indossiert sein.

Der Diskontvertrag enthält die Klausel „à réméré". Das Geschäft geht ohne Provision von statten, aber der Zinssatz ist 1/4 % höher als der offizielle Diskontsatz.

Abgesehen von der Zeit der ersten Einführung haben die Banken von dieser Annehmlichkeit wenig Gebrauch gemacht (2).

Der Gouverneur der B.d.F., M. Moreau, hat damals vor der Generalversammlung der Aktionäre am 30. Januar 1930 den Willen der B.d.F., zur Entwicklung des Marktes das Nötige zu tun, klar betont. Er verwies dabei auf diese beiden Maßnahmen:

„nous pensons que l'ensemble de ces deux mesures contribuera non seulement à assouplir et à régulariser les mouvements intérieurs de capitaux mais aussi à favoriser la naissance et le développement en France d'un large marché d'acceptations internationales et à préparer ainsi la place de Paris au rôle plus étendue qu'elle peut et doit assumer désormais".

Wie schon gesehen, hat die B.d.F. nach Art.9 der Vereinbarung vom 23. Juni 1928 zwischen dem Staate und der B.d.F. in Anlehnung an das Gesetz zur Stabilisierung des franc vom 25. Juni 1928, die Möglichkeit, für Rechnung der ausländischen Emissionsbanken, die zur Eröffnung eines Kontokorrents bei der B.d.F. zugelassen sind, Bankakzepte zu kaufen.

---

1) Dies geschah nach dem Muster des New Yorker Geldmarktes.

2) Vergl. Frankfurter Zeitung. 11.Februar 1935.

Der Staat selbst hat sich die Schaffung eines Marktes angelegen sein lassen.

Er hat die Steuer auf Devisenkauf- und Verkaufsgeschäfte abgeschafft, die wenig einbrachte und den Banken nur unnütze Kleinarbeit, zudem ohne jeden Verdienst, machte.

Der Staat hat gleichzeitig mit anderen Steuersenkungen die Wechselstempelsteuer auf vom Ausland auf Frankreich gezogene Wechsel (also ausländische Akzepte) gesenkt. Der Satz betrug vorher 0,15 % wie der Satz für Wechsel, die innerhalb Frankreichs gezogen waren; der neue Satz betrug 0,025 % nach dem Gesetz vom 16.4.30. Diese ausländischen Akzepte waren so den vom Ausland auf das Ausland gezogenen und in Frankreich sich befindlichen Wechseln (also Transitwechsel) in dem Steuersatz gleichgestellt.

Diese Maßnahme war auf Veranlassung des Gouverneurs der B.d.F. getroffen worden. Sie sollte eine beträchtliche Ermäßigung der Gesamtlast bei der Diskontierung ausländischer Akzepte herbeiführen und die Entwicklung des Marktes erleichtern.

Der vorher geltende Satz von 0,15 % bedeutete für einen Akzeptkredit von 90 Tagen eine Belastung von 0,60 % jährlich, wogegen in London diese Last nur 0,20 % jährlich betrug und in New York überhaupt nicht bestand, da dort die Wechsel mit einer Stempelsteuer nicht belastet sind. Nach diesem neuen Gesetz vom 16.4.30 waren die Steuerspesen nicht größer als 0,10 %, d.h. die Hälfte der Steuerspesen in London. Der heutige Zustand hat seine Grundlage durch das Gesetz vom 23. Dezember 1933 erhalten. Dieses Gesetz, das zur Wiederherstellung des Budgets erlassen war, hat die steuerlichen Erleichterungen, die durch das Gesetz vom 16. April 1930 vorgesehen waren, durch den Artikel 19 zur Hälfte wieder beseitigt.

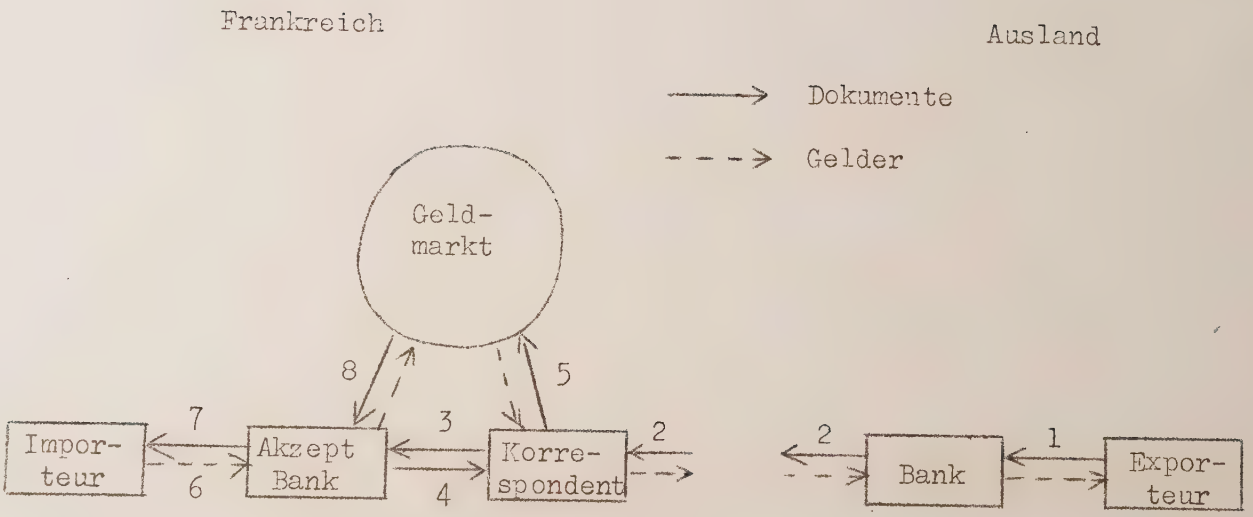
Seit dieser Zeit betragen die Steuerspesen für die Wechsel, die vom Ausland gezogen und in Frankreich zahlbar sind, nach diesem neuen Gesetz francs 1,75 auf die Wechselsumme von 2000 francs, anstatt 0,025 %, d.h. francs 0,50 pro 2000 francs.

Das ist immer noch weniger als in London, wo der Satz auf 2000 gerechnet 4 beträgt.

Diese Diskontgeschäfte von Bankakzepten bleiben von dem Satz, der für die Umsatzsteuer gilt, unberührt.

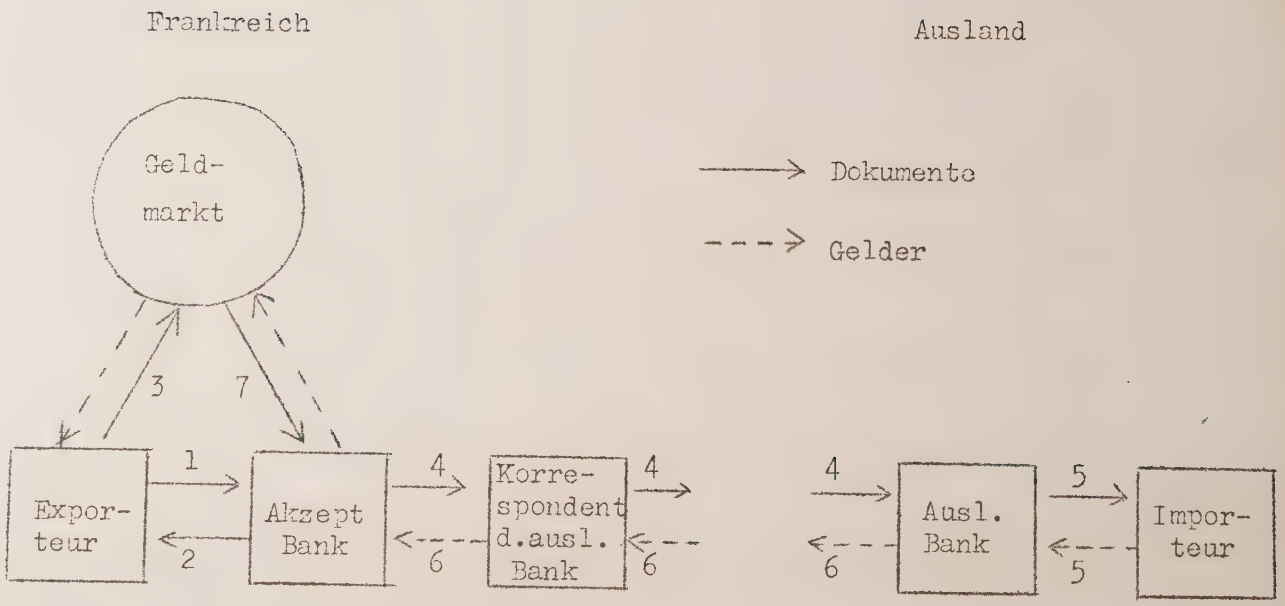
Man sieht daraus, daß der Pariser Geldmarkt in der Lage ist, sich auf dem internationalen Akzeptmarkt durchaus zu behaupten, wenn die Weltkrise einmal behoben sein wird.

Die folgenden Schemen sollen dartun, wie die Verbindung zwischen dem Akzeptkredit und dem Geldmarkt hergestellt wird und sollen das Funktionieren eines internationalen Akzeptmarktes zeigen.


Frankreich
Ausland
Dokumente
Gelder
Geld-
markt
8
5
7
3
2
Impor-
teur
Akzept
Bank
Korre-
spondent
6
4
2
1
Bank
Expor-
teur

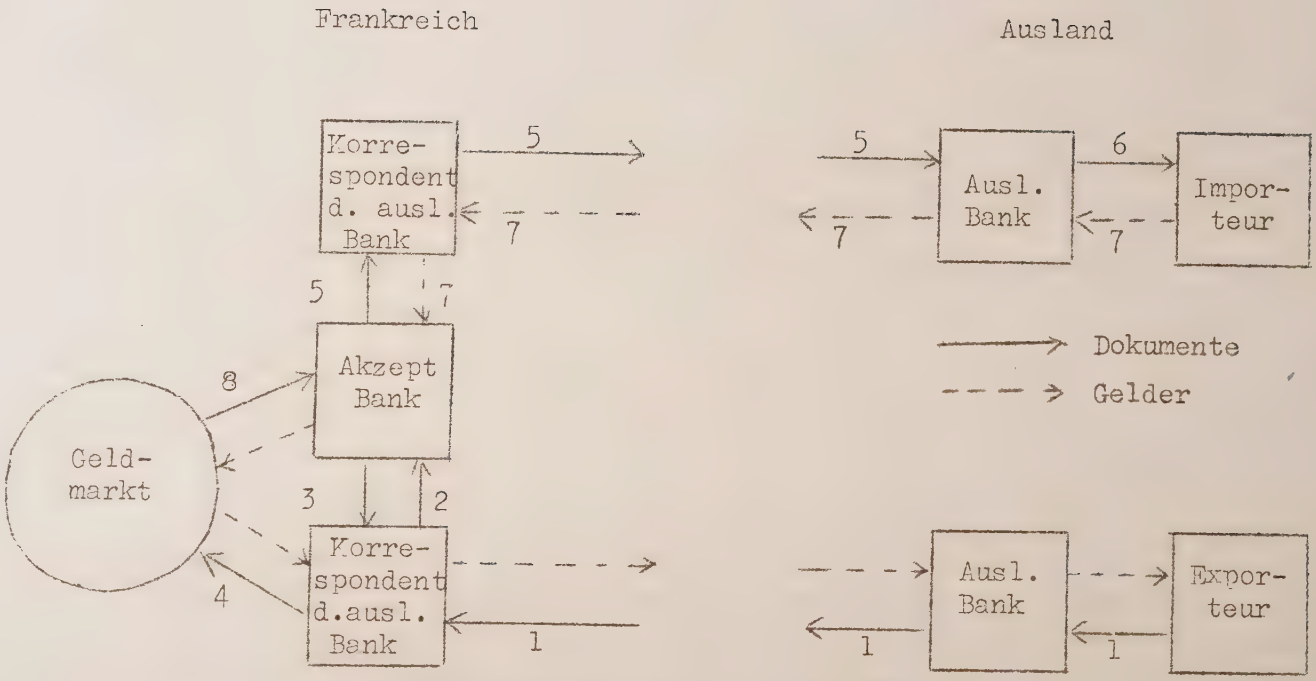
Finanzierung eines Import-Geschäftes.

1) Der ausländische Exporteur zieht eine Tratte, mit beiliegenden Dokumenten, auf die Akzeptbank in Frankreich und diskontiert sie bei seiner Export-Bank.
2) Diese Bank schickt Tratte und Dokumente ihrem Korrespondenten in Paris.
3) Der Korrespondent legt die Tratte zur Annahme vor und liefert die Dokumente gegen Akzept ab.
4) Die Akzeptbank gibt die akzeptierte Tratte dem Korrespondenten zurück.
5) Die Tratte wird auf dem Geldmarkt veräußert und dort bleibt sie bis zur Fälligkeit.
6) Der Importeur zahlt die Ware
7) und erhält die Dokumente.
8) Die Tratte wird am Fälligkeitstag eingelöst.


Frankreich
Ausland
Geld-
markt
Dokumente
Gelder
3
7
Expor-
teur
1
2
Akzept
Bank
4
6
Korre-
spondent
d.ausl.
Bank
4
6
4
6
Ausl.
Bank
5
5
Impor-
teur

Finanzierung eines Export-Geschäftes.

1) Der Exporteur zieht eine Tratte und legt sie mit ihren Dokumenten zum Akzept seinem Bankier vor.
2) Der Bankier schickt ihm die akzeptierte Tratte zurück und behält die Dokumente.
3) Der Exporteur verkauft die Tratte auf dem Markt.
4-4 Die Dokumente werden der ausländischen Bank des Käufers zugesandt.
5-5 Sie werden dem Importeur gegeben, der sie dann bezahlt.
6-6-6 Das Geld wird der Akzeptbank überwiesen.
7) Am Fälligkeitstag wird die Tratte zur Zahlung vorgelegt.


Frankreich
Ausland
Korre-
spondent
d. ausl.
Bank
5
7
5
7
Akzept
Bank
8
Geld-
markt
3
2
4
Korre-
spondent
d.ausl.
Bank
1
5
Ausl.
Bank
6
Impor-
teur
7
7
Dokumente
Gelder
Ausl.
Bank
Expor-
teur
1
1

Finanzierung von Geschäften zwischen dritten Ländern.

1-1-1 Der Exporteur zieht auf die französische Akzeptbank und läßt nach Diskontierung die Tratte und die Dokumente durch seine Bank nach Paris schicken.

2 Tratte und Dokumente werden zum Akzept vorgelegt.

3 Die Akzeptbank gibt die Tratte zurück und behält die Dokumente.

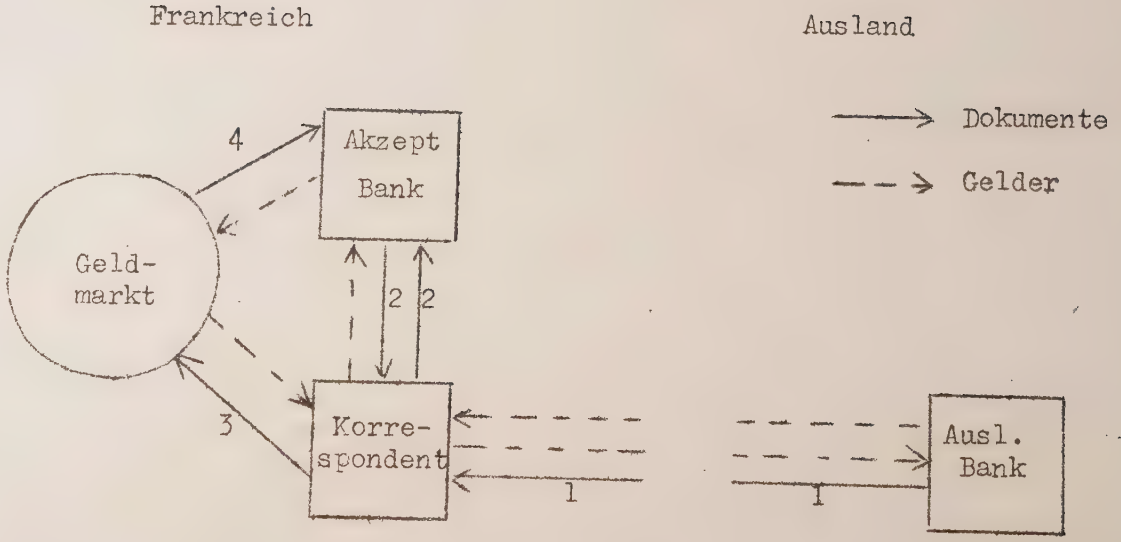
4 Die akzeptierte Tratte wird auf dem Markt verkauft und dort bleibt sie bis zum Fälligkeitstag.

5-5 Die Dokumente werden nach dem Ausland geschickt.

6 Sie werden dem Importeur ausgehändigt.

7-7-7-7 Dieser deckt sie ab.

8 Am Fälligkeitstag wird die Tratte zur Zahlung vorgelegt.


Frankreich
Ausland
Dokumente
Gelder
Akzept Bank
Geld-markt
Korre-spondent
Ausl. Bank
4
2
2
3
1
1

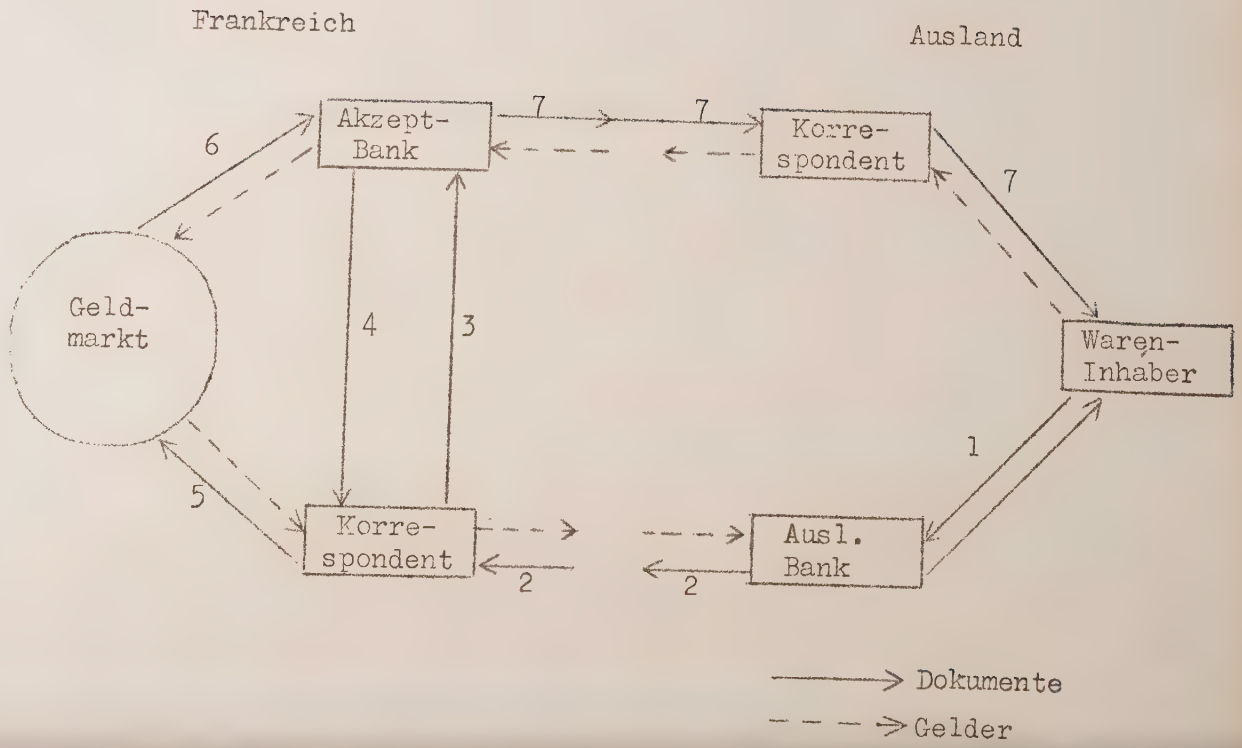
Beschaffung von Devisen durch das Ausland.

1) Die ausländische Bank, die sich Devisenguthaben im Ausland verschaffen will, zieht auf die Akzeptbank und schickt den Wechsel ihrem Korrespondenten in Paris.

2-2) Die Tratte wird zum Akzept vorgelegt und danach zurückgegeben.

3) Sie wird auf dem Markt verkauft.

4) Am Fälligkeitstag wird sie zur Zahlung vorgelegt.


Frankreich
Ausland
Akzept-Bank
Korre-spondent
Waren-Inhaber
Geld-markt
Korre-spondent
Ausl. Bank
1
2
2
3
4
5
6
7
7
7
Dokumente
Gelder

Kredite auf Grund von im Ausland eingelagerten Waren.

1) Der Eigentümer der eingelagerten Waren zieht auf die Akzeptbank, schickt die Tratte mit dem Lagerschein der Bank, die sie diskontiert.
2) Diese schickt alles ihrem Korrespondenten in Paris.
3) Der Korrespondent legt die Tratte zur Akzeptation vor.
4) Die Akzeptbank gibt sie zurück und behält den Lagerschein.
5) Die Tratte wird auf dem Markt verkauft; dort bleibt sie bis zum Fälligkeitstag.
6) Sie wird zur Zahlung vorgelegt.
7) Der Lagerschein wird an den Eigentümer der Waren nach Zahlung, durch die Akzeptbank, zurückgegeben.

D. Markt für Reportgelder.

I. Reportgeschäfte.

a) Allgemeines.

Von allen Teilen des Pariser Geldmarktes ist der Markt für Reportgelder der bestorganisierte und theoretisch vervollkommnetste, insbesondere insoweit es sich um den parquet (1) handelt. Ein „Einheits"-zinssatz wird „an der Börse notiert" und gilt für alle Geschäfte ohne Ausnahme.

Die Börse ist von jeher daran gewöhnt, einer starken - sogar straffen - Organisation zu unterstehen - denn was wäre die Börse ohne Organisation? - Die Vermittler waren schon vorhanden, um die Vertretbarkeit der Geschäfte zu ermöglichen. Die reibungslose Abwicklung der Effektengeschäfte verlangt Schnelligkeit und Sicherheit. Allein eine straffe Organisation befreit die Geschäftsschließenden von allen Nebenüberlegungen über die Bonität ihrer Gegenkontrahenten und über die technische Erledigung der Geschäfte, damit sie ihre völlige Aufmerksamkeit der Preisentwicklung und dem Geschäftsabschluß widmen können.

Es sei von vornherein darauf aufmerksam gemacht, daß der Markt für Reportgelder neben dem Effekten-Termin-Markt nur eine akzessorische Bedeutung hat. Wenn kein Effektenterminmarkt vorhanden wäre, gäbe es keinen Markt für Reportgelder. Man kann ihn sich nicht allein dastehend vorstellen. Dagegen könnte man unter Umständen sich einen Terminmarkt ohne Reportmarkt denken. Es gab in Paris Effekten-Terminmärkte, bevor ein Reportmarkt vorhanden war. Nur die reichsten Leute konnten auf Termin spekulieren. Der Reportmarkt hat diese Geschäfte auch dem kleinen Mann

---

1) Nach der Pariser Praxis ist der Parquet der offizielle Markt, dessen Makler die Agents de change sind. Im Gegensatz dazu steht die Coulisse, deren Makler Coulissiers genannt werden.

zugänglich gemacht.

Um das Gebiet sofort zu umgrenzen, sei darauf hingewiesen, daß Geschäfte, die mit Deport abschließen, außerhalb des Geldmarktes liegen. In diesem Falle gibt der Inhaber von Wertpapieren seine Wertpapiere auf Zeit, bekommt Geld und noch Zinsen hinzu. Der Markt muß in solchem Zustand eher als „Effektenleihmarkt" bezeichnet werden. Infolge dieses akzessorischen Charakters werden wir zwangsläufig die Beschreibung des Marktes im Rahmen des Gesamtbildes des Pariser Effekten-Terminmarktes bringen.

Termingeschäfte sind Geschäfte, wobei die Lieferung und die Bezahlung nicht sofort nach dem Abschluß, sondern zu einem vorher festgesetzten Datum vonstatten geht.

Am Fälligkeitstag muß das Geschäft liquidiert werden (wir sagen nicht ausgeführt). Dafür gibt es drei Lösungen:

1) die gekauften bzw. verkauften Effekten werden geliefert;
2) das Kaufgeschäft wird mit einem entsprechenden Verkaufsgeschäft verrechnet und dadurch die Stellung ausgeglichen; es bleibt nur die Auszahlung von Differenzen.
3) der Haussier, dessen Effekten nicht oder nicht genug gestiegen sind, der Baissier, dessen Effekten nicht gesunken sind, können trotzdem an die Richtigkeit ihrer Spekulation glauben und spekulativ bleiben. Sie sind aber an den Termin gebunden, und bestimmungsgemäß verfügt der Haussier über Geld und der Baissier über Effekten nicht. Der erste sucht jemanden, um die Effekten an seiner Stelle abzunehmen, zu bezahlen und sie ihm auf den kommenden Termin zu verkaufen, damit er, der Haussier, keinen Deckungsverkauf vorzunehmen braucht. Der Baissier sucht jemanden, der bereit ist, die Effekten für ihn zu liefern, und sie ihm auf den kommenden Termin zurückzukaufen, damit er, der Baissier, in Spekulation bleibt.

Man könnte sich zuerst einmal vorstellen, daß Käufer und Verkäufer sich gegenseitig treffen. Dabei geschähe nichts besonderes. Das Problem ist ein

anderes. Beim Geschäftsabschluß gibt es soviel Käufer wie Verkäufer. Jedem Käufer steht ein Verkäufer gegenüber und umgekehrt. Bei der Vertragserfüllung dagegen entsteht eine Diskrepanz zwischen Zahler-Abnehmer von Wertpapieren und Lieferanten-Geldempfänger, die ausgeglichen werden soll.

Angenommen, die Kursbewegung tendiere offensichtlich für lange Zeit nach oben. Die Baissiers verlieren ihre Hoffnung, wollen sich glattstellen. Die Haussiers dagegen fühlen sich in gehobener Stimmung und wollen ihre Spekulation weiterführen. Der Termin wird nur gehalten durch Einbeziehung eines dritten Faktors, den Geldmarkt. Die Bank nimmt die Effekten per Kasse ab und verkauft sie auf den nächsten Termin dem Spekulant Haussier.

Für die Bank ist es ein Leihgeschäft auf Effekten, und sie hat tatsächlich diese Effekten als Pfand (1). Erklärlicherweise braucht in Zeiten der großen Spekulation die Börse sehr viel Kapital, um die Spekulation zu halten. Die Bedeutung der Pariser Börse macht den Reportmarkt zu einem der wichtigsten Teile des Pariser Geldmarktes.

Vom nationalökonomischen Standpunkt aus erscheint das Reportgeschäft der Banken wie Vorausnahme erhofft er Ersparnis.

Zu Beginn einer Spekulationsperiode, wenn die Kurse verhältnismäßig niedrig stehen, ist der entsprechende Zins hoch. Wenn die Spekulation glaubt, daß Ersparnisse vorhanden sind, die sich anlegen werden, d.h. den Zins senken, also die Kurse in die Höhe treiben, greift sie ein. Die Hausse-Spekulanten kaufen so viel wie möglich, sie unternehmen die Investition im voraus, sie verpflichten sich, eine bestimmte Menge von Konsumgütern in Produktionsgüter umzuwandeln. Da sie die Mittel nicht haben, müssen sie sich

---

1) Gegen diese Meinung der Banken steht die Meinung der franz. Rechtssprechung der Gerichte. Darnach besteht das Reportgeschäft aus 2 gebundenen Geschäften (operations liées), einem Kauf (bzw. Verkauf) in laufender und einem Verkauf (bzw. Kauf) in der nächten Liquidation.

den Sparern oder den Banken zuwenden. Die Banken sind einmal Vermittlungsstelle zwischen Sparer und Spekulanten und einmal Geldschöpfungsstelle, aber je mehr sie kreieren müssen, um die Spekulation zu befriedigen, desto teurer lassen sie sich bezahlen. Die Spekulanten werden durch den Zins in ihrer Tätigkeit gehemmt. Die Banken finanzieren die Anlagetätigkeit und es steht in ihrem Ermessen auf der anderen Seite, die Sparkraft zu schätzen. So sind die Banken Herren der Spekulation und der Anlagetätigkeit. Wenn sie so tun wollen, als ob die Wirtschaft sehr viel Ersparnisse anzulegen hätte oder bald sehr viel gespart würde, können sie eine rege Spekulation auslösen.

In Paris kämpfen die Agents und Coulissiers gegen eine unbegründete Spekulation durch Erhöhung der Dekkungsvorschriften für die Spekulanten.

Der Reportmarkt bildet einen starken Berührungspunkt zwischen Geld- und Kapitalmarkt, und durch eine Art Arbitrage sorgt er für eine gleiche Höhe der Zinsen auf beiden Märkten. Die Reports bilden eine Nachfrage nach Geld auf dem Geldmarkt, und ihre Wirkung soll dort eine Erhöhung der Zinsen sein. Sie dienen einer Stützung der Kurse, denn dadurch wird die Käuferschicht größer; dies drückt eine Senkung des Zinses aus.

Privatwirtschaftlich ermöglicht das Reportgeschäft, Effekten in der Luft zu halten, im Gegensatz zu denjenigen Stücken, die im Portefeuille der Sparer ruhen (1).

Wenn mehr Wertpapiere herausgegeben werden, als das Sparertum annehmen kann, werden sie von der Spekulation übernommen (2). Die Erscheinung ist dieselbe,

---

1) Über die börsenmäßige Betrachtungsweise siehe Colson Traité d'économie politique Paris 1932 S.284.

2) Heute kommt es nie vor, daß ein Wertpapier schon am Tage der Emission sofort auf Termin gehandelt wird. Früher geschah es öfters, besonders für Staatsanleihen, deren Erfolg man sichern wollte. Die nach 1870 ausgegebenen Anleihen haben vom Terminmarkt eine wertvolle Beihilfe erhalten. Die Kriegs- und Nachkriegsanleihen sind nach kurzer

wenn die Spekulation nicht gerade die Effekten der Emission, sondern bereits im Verkehr befindliche andere Wertpapiere übernimmt. In diesem Falle läßt die Spekulation einfach Spargelder ab, die für die Emission frei werden. Die Spekulation hofft sie später besser mit Gewinn verkaufen zu können. Eine solche Hoffnung ist im Grunde genommen Hoffnung auf spätere Ersparnisse in der Wirtschaft, oder aber auf Vertrauensrückkehr. (Auflösung von Horten).

Die Wirkung der Reports ist noch eine andere. Nach der Emission werden die Papiere dauernd ausgetauscht. Wenn die Kapitalien von einer bestimmten Anlage abwandern - einem Wertpapier oder die einer Branche eines Landes - greift die Spekulation ein und übt eine ausgleichende Tendenz aus (1). Die Spekulation ist immer noch da, um die abwandernden Sparkapitalien zu ersetzen und die Stockungen abzuschwächen.

In beiden Fällen kauft und zahlt die Spekulation mit dem von den Banken kreierten Kredit. Sie gewinnt, wenn ihre Aussichten erfüllt werden, wenn Ersparnisse gebildet werden, oder wenn die abgewanderten in ihre früheren Anlagen zurückkommen und dies schnell genug geschieht, daß die Spekulation warten kann. Sie zahlt in der Tat Zinsen. Die Spekulation steht also da wie ein Puffer zwischen den Sparern und den Banken, und wenn die Banken ihre Kredite reduzieren müssen, damit keine Inflation entsteht, hat die Spekulation den Verlust zu tragen. Das ist die Folge der kleinen Kreditinflation und der folgenden Deflation.

So müssen wir noch die Frage behandeln, ob die Kapitalien, die an die Börse gegeben sind, nicht in der Wirtschaft fehlen, also ob die Börse Kapital

---

Zeit auf Termin gehandelt worden. Selbst de Villele, der für seine berühmten Konvertierungen den Markt so weit wie möglich aufschließen wollte, schonte immer die Coulisse gegen den offiziellen Markt, weil diese den stärkeren Terminmarkt für die Staatsanleihe hatte.

1) Die Aussicht, daß ein Wertpapier auf dem Terminmarkt notiert wird, ist bei der Emission eine starke Anziehungskraft.

absorbiert oder nicht. Darüber kann kein Zweifel bestehen.

Reportgeschäfte werden natürlich auf Kosten von Diskontgeschäften betrieben, aber direkt, oder auf dem Weg über die Börse gelangen die Kapitalien ohnehin in die Produktion. Wenn die Mittel der Käufer, die aus den Sparern und den Spekulanten bestehen, vergrößert werden, erhalten die emittierenden Gesellschaften die Gelder, ohne Unterschied woher sie stammen, und können damit arbeiten.

b) Das Geldangebot.

Die größten Geldgeber auf dem Reportmarkt sind die großen Kreditinstitute. Durch die Masse ihrer Mittel beherrschen sie den Markt völlig.

Sehr früh hatten die großen Pariser Banken einen wichtigen Posten als Report. Diese Anlage ist mit Recht als sehr sicher zu bezeichnen, denn im Parquet wenigstens waren nie Verluste zu verzeichnen. Seit der Börsenreorganisation zur Zeit Napoleons ist auch nie die Liquidation um einen Tag verschoben worden und genau an dem Tage, an dem der Geldleiher sein Geld zurückzuerhalten rechnet, ist es da. Überall sonst können unvorhergesehene Ereignisse vorkommen, bei der Liquidation in Paris gibt es keine. Nichts hindert die mächtige Organisation, sich am vorausgesetzten Tag in Bewegung zu setzen und sich nach dem bestimmten Arbeitsplan zu entwickeln. Man muß sich vorstellen, welch' eine Bedeutung das Wort Liquidation im Geiste der Börsenleute haben kann; an diesem Tag wird nötigenfalls die ganze Nacht gearbeitet und neue Kräfte eingesetzt, aber am folgenden Tage sind die Konten bereinigt.

Die sprichwörtliche Pünktlichkeit, die nur einmal, im August 1914, versagt hat, gefällt den Banken sehr, denn sie können unbedingt mit dem Geldeingang rechnen.

Wir wollen der Sté. Fse. de Reports et de Dépôts einen besonderen Platz unter den Geldgebern einräumen, einerseits wegen ihrer Bedeutung, andererseits wegen der Art ihrer Geschäfte. Während für die großen Kreditinstitute das Reportgeschäft nur eine Anlage

unter anderen bedeutet, gibt die Sté. Fse. grundsätzlich Gelder, die sie eigens zu diesem Zweck bekommen hat. Sie eröffnet ihren Kunden Depositenkonten für Perioden, die den Liquidationsperioden entsprechen. Monatsdepositen vom Ersten bis zum Ende des Monats, 14 Tage-Depositen vom 1. zum 15. und vom 15. bis 31. Der für jede Periode gewährte Zinssatz ändert sich nach der jeweiligen Marktlage.

Aus der Zusammensetzung des Aufsichtsrats, der ausschließlich Vertreter der Hautebanque, der B.P.R.B. und der Versicherungsgesellschaften zusammenfaßt, ist m.E. zu schließen, daß ihr Zweck darauf hinausläuft, diese Geldgeber, die großes Interesse bei der Entwicklung der Börse haben, in Stand zu setzen, gegen die Hegemonie der Kreditinstitute zu kämpfen.

Folgende Zahlen, die wir aus den durch die Gesellschaften veröffentlichten Bilanzen entnehmen, sollen ein Bild der Machtverteilung und der Bedeutung der Geschäfte geben. Dabei sollen diese Zahlen nur Anhaltspunkte sein. Die Verschiebungen jedoch, die sie von Jahr zu Jahr erfahren, sind auffallend. Sie sollen keine vollkommene Statistik darstellen. Man darf nicht vergessen, daß die Banken am Jahresende bei Veröffentlichung der Bilanz oft die Gewohnheit haben, window dressing zu treiben. Die Reportgelder, die weder zediert, noch übertragen (1) werden können, sind zu einer Liquidität zweiten Ranges zu rechnen und offenbar weniger beliebt. Dagegen hat die Praxis am Ende des Jahres die Gewohnheit einer gewissen Kurspflege, damit Beteiligungen und Effekten-Portefeuille höher bewertet werden können. Die Praxis der Reportgeschäfte ist ein ausgezeichnetes Instrument der Kurspflege. (Tabelle s.n.Seite.)

Zuerst fällt auf, daß wir sehr oft den Posten „Report" nicht von anderen Posten trennen können. Der Bezeichnung nach können sich diese „Avances garanties" oder „avances sur garanties" sowohl auf Beleihung von Effekten (also Lombard) oder von Waren beziehen. Wenn die Trennung erfolgt, sieht man wie „Report" mit der

---

1) Deshalb stehen die Zinssätze normalerweise ein wenig über den Privatdiskontsätzen.

POSTEN „REPORTS" und „AVANCES"

(bei den Banken, die sie in ihren Bilanzen trennen)

in Millionen Francs

31. Dez.	Ste F^se de Reports et Dépôts	C.I.C.		C.C.F.		Ste Gen.		C.N.E.P.	
	Reports	Rep.	Av.	Rep.	Av.	Rep.	Av.	Rep.	Av.
1926	116	15	32	3	164	63	239	29	199
1927	162	57	26	33	147	243	213	134	230
1928	245	229	39	70	290	312	460	165	413
1929	167	111	64	19	559	168	665	34	443
1930	41	60	90	26	624	30	610	13	378
1931	8	- 95 -		1	556	7	414	5	320
1932	16	- 94 -		3	486	13	371	4	294

Konjunktur sehr schwankt und wie die gesicherten Vorschüsse sich ruhiger entwickeln. C C F, Sté Gen., CNEP geben den „avances" das Übergewicht, der CIC dagegen den „Reports". Der Vergleich mit den „Avances" für 1930 und minimalen Beträgen der anderen Banken 1931, 1932 für „Report" läßt darauf schließen, daß die Angaben der CIC für 1931 und 1932 ganz überwiegend solche Vorschüsse enthalten.

Andere Geldgeber sind die Versicherungsgesellschaften. Diese zahlreichen Gesellschaften verwalten größere Kapitalien und müssen stets eine starke zweitrangige Liquidität unterhalten. Der Reportmarkt ist für sie durch seine Sicherheit, Pünktlichkeit und Rentabilität eine beliebte Hilfsquelle.

Es sind noch die Eisenbahngesellschaften, die Schiffahrtsgesellschaften und viele Privatunternehmungen der Industrie und des Handels zu erwähnen. Wenn diese Unternehmungen Kapitalien haben, die für absehbare Zeit unbeschäftigt bleiben, ziehen sie es vor, die Kapitalien eher der Börse zu leihen, als fast zinslos oder billig im Kontokorrent bei der Bank zu lassen, wo die Sicherheit oft nicht besser ist.

Hinzu kommt noch die Menge der Privatiers und Spekulanten jeder Sorte. Zahlreiche Privatiers, die

sich darauf verstehen, unterhalten neben ihrem Konto bei der Bank, ein Reportkonto bei einem Agent de change oder einem Coulissier. Viele sehen dabei eine Verteilung der Risiken ein, und diese Anlagemöglichkeit bringt oft eine annehmbare Rendite. Es ist gleichsam eine Regel, daß der Spekulant zwischen zwei Spekulationen sein Kapital als Report anlegt.

Die Menge der spekulierenden Privatiers ist größer, als man sich nach deutschen Verhältnissen vorstellen kann. In Deutschland verbot ein Gesetz von 1896 alle Termingeschäfte auf Weizen und erlaubte solche Geschäfte auf andere Waren und auf Wertpapiere nur denjenigen, die in einem besonderen Register, dem „Börsenregister" eingetragen waren. Diese Gesetzgebung entsprach ungefähr der französischen Rechtsprechung vor dem Gesetz von 1885, die zu einer Ausschließung der nicht berufsmäßigen Börsenspekulanten aus den Termingeschäften gekommen war. Das deutsche Gesetz ist 1908 durch lockere Vorschriften ersetzt worden, wonach allein die im Handelsregister eingetragenen Kaufleute Termingeschäfte abschließen können.

In Frankreich ist dagegen das Termingeschäft jedem in den Grenzen seiner Geschäftsfähigkeit (Ausnahme: Minderjährige, verheiratete Frauen, Geisteskranke) gestattet. Den Frauen ist der Zutritt in die Börse verboten, aber sie dürfen Termingeschäfte abschließen.

So breitet der Reportmarkt seine Kundschaft sehr aus und nimmt eine größere Bedeutung ein; denn er ist nicht mehr auf einen kleinen Kreis begrenzt, sondern dringt tiefer in die Wirtschaft ein.

Die B.d.F. erscheint auf dem Markt niemals. Sie sieht es nicht als ihre Aufgabe an, die Spekulation zu fördern. Solche Geschäfte, die sich aus Kauf- und Verkaufsgeschäften bilden, sind ihr durch das Gesetz nicht erlaubt.

Als Faktor der Preisbildung müssen wir noch die zu diesem Zweck von den beiden Maklergremien gegründeten Kassen erwähnen. Wir werden später noch auf ihre Eigenschaften zurückkommen.

c) Nachfrage.

Die Nachfrage nach Kapitalien wird durch die Gesamtheit der Haussespekulation, die sich anders keine Kapitalien verschaffen kann, gebildet. Die Gesamtzahl der Käufer während des Monats besteht aus denjenigen, die bereits zurückverkauft haben, aus denjenigen, die wirklich zwecks Anlage kaufen, dazu denjenigen, die zu kaufen scheinen und doch in Wirklichkeit das Geld durch Lombard bei der Bank oder von Verwandten, Freunden geliehen erhalten. Allein der Rest des gesuchten Kapitals kommt auf den Reportmarkt. Er bildet die „Position de Place" (1).

Die Beurteilung der Position de Place ist der Witterung der Spekulanten überlassen. Keine Statistik steht zur Verfügung, auch eine schnelle Erhebung - wenn sie möglich wäre - könnte nur ein Bild der Vergangenheit, nicht der gegenwärtigen Lage geben. Die Position de Place ändert sich in jedem Augenblick nach dem Auf und Ab der Hoffnung der Spekulation und sie hängt von der Höhe des Reportsatzes ab. Ein hoher Satz, wenn er nicht durch die Hoffnung auf einen größeren Spekulationsgewinn ausgeglichen wird, zwingt einen Teil der Spekulanten, sich glattzustellen.

d) Die Vermittler. (2)

Es sind ganz natürlich die allgemein üblichen

---

1) Die „Position de Place" kann auch à la baisse sein. Das kommt vor, wenn die Käufer ihren Kauf verwirklichen wollen, während die Verkäufer verschieben wollen und sich Effekten leihen. Es kommt für ein oder mehrere Wertpapiere vor, selten ist es, daß alle Wertpapiere mit Deport behandelt werden.
2) In der deutschen Literatur wird man in dem Buch von Nauck: „Die Pariser Effektenbörse und ihre Geschäfte" eine eingehende Beschreibung der Makler, der materiellen Organisation und der Liquidationsabwicklung finden. Ich habe mich streng an mein Thema, den Geldmarkt gehalten und deshalb auf eine

Vermittler der eigentlichen Börsengeschäfte, die es auf sich nehmen, Angebot und Nachfrage nach Kapitalien zusammen zu bringen, wie sie vorher Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren vermittelt haben, was ihr grundlegendes Geschäft ist.

Die ganze Börse besteht aus zwei scharf voneinander getrennten Märkten, dem offiziellen Markt, Parquet genannt, und der Marché en Banque, Coulisse genannt. Das Gebäude ist gemeinsam, doch befindet sich der Parquet im Innern und die Coulisse unter den äußeren Kolonaden. Sonst sind Wertpapiere und Makler verschieden. Geschäftsordnung, Gebräuche und Organisation sind sehr oft gleich, denn sie sind strukturmäßig bestimmt, aber sehr oft sind sie verschieden, denn die Doppelgestaltung des Marktes hat die Befriedigung verschiedener Bedürfnisse zum Zweck. Diese Zweiteilung ist durch die geschichtliche Entwicklung, aus dem Zwang, das bewegliche Leben mit der Starrheit des Gesetzes in Einklang zu bringen, entstanden. Während in Deutschland der mittelalterliche Marktbegriff als eine Versammlung der Kaufleute in der Börse geblieben ist, während in England die Börse eine geschlossene Gesellschaft, die Stock exchange ist, ist in Frankreich die Börsenanordnung Staatssache. Der Staat ist Inhaber des Börsengebäudes und stellt es den Agents de change und dem Publikum zur Verfügung. Das Gesetz setzt die Agents de change als Makler ein und gibt ihnen das Monopol. Der Ursprung des Monopols der Agents de change ist in der Korporationsauffassung des Wirtschaftslebens im Mittelalter zu suchen, ohne jedoch zu dieser Zeit je Schutz genossen zu haben. Die moderne Organisation wurde kurz nach den Laws Skandalen geregelt. Die Skandale waren so zahlreich, daß die Regierung Schluß damit machen und besonders das Spiel an der Börse bekämpfen wollte. Das beste Mittel schien zu sein, alle Geschäfte durch Vermittlung der Agents de change vornehmen zu lassen und diese zu verpflichten, durch ihre Geschäftsord-

---

Wiederholung der Abwicklung der Börsengeschäfte verzichtet, sowohl in ihren Geld- wie auch in ihren Effekten-Einzelheiten.

nung die Termingeschäfte unmöglich zu machen.

Das Monopol der Agents de change ist enthalten im § 76 C.Com. (1), veröffentlicht 1807 durch Napoleon I. Der C.Com^ce beschränkt sich auf einige Grundlinien über die Ausübung des Berufs. Eine eingehende Geschäftsanordnung ist Gegenstand der Verordnung vom 7. Oktober 1890, die noch mit einer selbstgegebenen technischen Berufsordnung ergänzt ist.

Die Agents de change sind durch Verordnung ernannte officiers ministériels, was ihnen öffentlichen Charakter ohne Beamte zu sein, verleiht, denn sie werden nicht vom Staat bezahlt. - Die Ernennung erfolgt nach einer technischen Prüfung vor der Korporation, und der Bewerber soll Zeugnisse bekannter Bankiers und Kaufleute, bei denen er wenigstens 4 Jahre beschäftigt war, über Fähigkeit und Ehrbarkeit beibringen. Personen, die schon einmal in Konkurs geraten sind, werden nicht zugelassen. Die Vergangenheit des Bewerbers und seiner Familie wird einer strengen Untersuchung unterzogen. Die Korporation zählt nur sehr ehrenwerte, meist alte Namen, die zu den Auserlesenen der französischen Finanz gehören. Dabei kennt man weder Skandale, noch Neureiche. Die neuen Agents werden vereidigt: „de remplir leurs fonctions avec honneur et probité", und sie hinterlegen - seit der Verordnung (décret) von 1862, die seitdem nicht geändert worden ist - beim Schatzamt

---

1) C.Com.^ce Art.76 Les agents de change constitués de la manière prescrite par la loi ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres suseptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commerçables, et d'en constater le cours.
Ursprünglich waren die Agents de change Makler für Geldgeschäfte aller Art, für Wechselkurs (daher ihr Name), für Goldwaren, für Waren und Schuldverschreibungen. Der C.Com. als erster trennte (die Praxis hatte schon die Trennung durchgeführt) die Agents de change und die courtiers en marchandises.

eine Kaution von F. 250.000. Die Summe war damals beträchtlich, man hielt es nicht für wichtig, sie zu erhöhen, denn diese Sicherheit verlor infolge der gesamtschuldnerischen Haftung an Bedeutung. Eine Erhöhung der Kaution, die die Aufwendungen für den Kauf eines solchen Geschäftes noch beträchtlich (1) erhöht hätte, wäre weil nur Kapitalfrage ein Grund gewesen, tüchtige Bewerber, die aber nicht über genügendes Kapital verfügten, abzuhalten, obwohl man sie wegen ihrer persönlichen Fähigkeiten im Interesse der allgemeinen Wirtschaft anderen hätte vorziehen sollen.

Die Agents de change sind nach dem Gesetz (2) und nach dem Geist Kaufleute, sie erheben für die von ihnen getätigten Geschäfte eine Provision, deren niedrigster Satz durch Verordnung von der Regierung festgesetzt ist.

Der alte Erbcharakter des Berufes, der die Größe und durch seine Unabhängigkeit die Edelwürde des alten französischen höheren Beamtenstandes gemacht hat, ist für die agents de change (wie für die Notare...) in ein Recht der Inhaber, neue Anwärter zur Ernennung dem Staate vorzuschlagen, umgewandelt worden. Die

---

1) Es wird von „charges d'agent de change" gesprochen, die 5 Millionen Fr. und mehr gekostet haben. Um die Aufbringung dieser für Privatverhältnisse immerhin beträchtlichen Kapitalien zu erleichtern, sieht das Gesetz vor, daß das Kapital in Bruchteile (1/4 1/8...) geteilt werden darf, die von verschiedenen Kommanditisten aufgebracht werden. Ausnahmsweise besteht die Firma dieser Kommanditgesellschaft aus dem alleinigen Namen des Titulars (ohne den Zusatz: et Cie) der wenigstens 1/4 des Gesamtkapitals aufbringen soll und auch persönlich haftet.

2) C.Comce. Art.1 „Sont commerçants ceux qui exercent des actes de commerce et en font leur profession habituelle. Art.632 „la loi répute actes de commerce:.... toute entreprise de manufacture, de commission, de transport par terre ou par eau... toute opération de change banque et courtage".

bezahlte Summe, um vorgeschlagen zu werden, wird als Preis bezeichnet. Das System besteht ohne Änderung seit 1816. Es sichert die Unabhängigkeit der Agents und interessiert sie an der Entwicklung der Geschäfte. Es ist ihnen daran gelegen, die weitere Entwicklung des Marktes einem sofortigen Gewinn zu opfern. Sie sind immer gegen die Übertreibungen der Spekulation, denn sie wissen, daß sie das Publikum, ihren besten Kunden entfremdet. Die Agents de change sind in Paris 70, nach dem Code de Commerce. Die Zahl scheint heute, in Zeiten der großen Spekulation, ungenügend.

Die Ausdehnung der Geschäfte zwang, den Agents die Erlaubnis zu geben, Handlungsbevollmächtigte anzustellen. Die Verordnung (décret impérial) vom 13. Oktober 1859 (1) schuf die Commis principaux. Sie können nur unter sich und mit den agents Börsengeschäfte schließen. Sie werden vom Minister und von der Chambre Syndicale nach Enquête und nach Anschlag des Namens während einer Woche in der Börse angenommen. Diese Commis pricipaux erscheinen am häufigsten auf dem Effektenmarkt und auf dem Reportmarkt anstelle ihres Prinzipals.

Das Gesetz hat für die Kreditwürdigkeit der Agents weitgehendst gesorgt. Obwohl sie officiers ministériels sind, sind sie auch Kaufleute, aber einer besonders strengen Art.

Sie dürfen nur die gesetzlich (C.Com.Art.76) vorgesehenen Geschäfte betreiben. Sie müssen sich auf ihre Vermittlertätigkeit beschränken. Der Art. 85 (2)

---

1) 1859 fällt gerade in die Zeit des Emporblühens der Wirtschaft: die Zeit der Financiers Mirès und Pereire. Es ist ein weiteres Beispiel wie die unter unseren Augen fungierende Organisation aus einer Entwicklung entstanden ist, im Verlaufe welcher ein dauernder Anpassungsvorgang stattfand.
2) Art.85. „Un agent de change ou courtier ne peut dans aucun cas et sous aucun prétexte faire des opérations de commerce ou de banque pour son compte. Il ne peut s'interesser directement ou indirectement sous son nom ou sous un nom interposé dans aucune entreprise commerciale. Il ne

C.Comce. verbietet ihnen den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren für eigene Rechnung und sogar die Ausstellung und Annahme von Wechseln.

Wenn die Agents den gesetzlichen Vorschriften Folge leisten, ist es kaum möglich, daß sie ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können. Infolgedessen erklärt das Gesetz (C.Comce Art.89), daß die in Konkurs geratenen Agents zwangsläufig als Bankrotteure behandelt werden (1).

Die Solidität des Standes ist noch erheblich durch die gesamtschuldnerische Haftung gesteigert, die sie aneinander bindet. Diese Haftung ist durch Decret vom 29. Juni 1898 angeordnet, sie betrifft allerdings nur die aus der - auch fehlerhaften - Ausübung des Berufes entstandenen Verpflichtungen: Wenn ein Agent die Lieferung der vermittels seines Amtes verkauften Wertpapiere nicht ausführen oder die vermittels seines Amtes gekauften Wertpapiere nicht bezahlen kann, muß die Chambre Syndicale (über ihre Natur siehe weiter unten) in den Vertrag anstelle und auf Rechnung des Vertragsbrüchigen Agenten eintreten. Die Haftung ruht auf dem Gesamtwert der Ämter, dem Gesamtgut und dem Kautionbetrag. In der Tat war diese Anordnung nur die Anerkennung eines schon tatsächlich bestehenden Umstandes; die Korporation hatte schon in weiterem Umfang eine solche gesamtschuldnerische Haftung übernommen. Daß die Korporation es mit ihrer Aufgabe ernst nimmt, beweist folgende Tatsache: Als 1882 - also vor Erlaß des Gesetzes - die Union Generale zusammengebrochen war, nahm die Korporation 80 Millionen Fr. leihweise gegen Ausgabe von Wertpapieren auf, um den Verpflichtungen gegen ihre Mitglieder nachzukommen. Die gesetzliche Grundlage der Haftung bietet der Kundschaft der Agents de change für ihre Börsen- und hier besonders für ihre Report-Geschäfte eine Sicherheit, wie man sie sonst nirgends

---

peut recevoir ni payer pour le compte de ses commettants".

1) C.Pénal Art.402 alinea 3. „Les banqueroutiers simples sont punis d'un emprisonnement d'un mois au moins et de 2 ans au plus".

findet.

Diese Verpflichtung aller durch die Handlung eines Einzigen zog eine scharfe Überwachung eines jeden durch die Gesamtheit nach sich.

Die Überwachung geschieht durch die Chambre Syndicale. Diese ist nicht infolge der Solidarität gegründet worden, sie bestand schon vorher; eine Königliche Verordnung vom 29. Mai 1816 bezeichnet sie schon mit ihrem heutigen Namen.

Sie besteht aus einem Syndic (Präsident) und 8 Mitgliedern (adjoints au Syndic), die alle neun für ein Jahr gewählt werden.

Die Überwachungsrechte der Chambre Syndicale sind außerordentlich weit gefaßt. Sie bestimmt die von den Agents zu führende Buchhaltung. Sie kann jeden Agent vorladen, die Darlegung seines Geschäftsabschlußnotizbuches und seiner Buchhaltung verlangen, ihm alle als nützlich erachteten Maßnahmen vorschreiben, besonders die Einlage einer zusätzlichen Kaution in der Kasse der Korporation.

Sie kann verschiedene Strafen fällen, bis zur zeitlichen Amtsaufhebung und Abberufung. Diese letzteren geschehen seitens des Finanzministeriums oder der Regierung auf Vorschlag der Kammer. Die Kammer überwacht in gleicher Weise die Vertreter der Agents. Damit die Agents über die Lage ihrer Kollegen informiert werden, soll jeder zu jeder Liquidation, d.h. alle 14 Tage, ein „Tableau récapitulatif" seiner finanziellen Lage aufstellen. Diese Tabellen enthalten die Schulden und Forderungen an Geld und Wertpapieren (die Wertpapiere nach dem Verrechnungskurs) und stehen jedem zur Verfügung.

Die Gesamthaftung der Agents ist in der „Caisse Commune" verkörpert. Sie ist erst durch die Verordnung (décret) vom 7. Oktober 1890 offiziell geworden, aber sie bestand bereits vorher mit privatem Charakter. Wir werden uns mit ihrer Beschaffenheit nicht beschäftigen, denn letzten Endes ist der Gesamtbetrag nicht veröffentlicht. Die Caisse commune ist ursprünglich entstanden, um den Agents, die eine Beihilfe für einige Zeit brauchen, leihweise Mittel zur Verfügung zu stellen.

Sie hat noch eine andere Bedeutung: eine Waffe in der Hand des Syndics gegen die Macht der Großbanken auf dem Reportmarkt. Die Gesamthaftung ist im Grunde genommen die Folge des Monopols. Das Publikum wird gezwungen, die Dienste der privilegierten Korporation in Anspruch zu nehmen. Das Publikum darf nicht darunter leiden, deshalb muß es gegen Verlust geschützt werden.

Andere Makler - die Coulissiers.

Wir haben schon vorher von der im C.Com^ce festgesetzten, aber bereits vorher in der Wirtschaftspraxis erschienenen Trennung zwischen Warenmakler und Agents de change gesprochen. Eine weitere Spezialisierung sollte in der Zeitfolge kommen.

Die Herkunft der Coulisse ist ein Beispiel dafür, wie aus dem Kampf um neue Bedürfnisse des Wirtschaftskörpers und durch die Mängel der alten Organe ein neues Organ entstanden ist. Es geht natürlich nicht ohne Reibungen und Härten vor sich. Es ging manchmal laut zu (1859, immer noch das Jahr 1859, wurden 15 Coulissiers eingesperrt), manchmal leise mit zeitweiligem Waffenstillstand wie der modus vivendi von 1892. 1898 wurde die Coulisse durch ein Budgetgesetz, das ihr Steuer auferlegte, stillschweigend als rechtsgültig anerkannt.

Die Coulisse entwickelte sich, weil sie vor 1823 allein die ausländischen Staatspapiere, vor 1858 die Aktien und Obligationen (1) der großen Banken und Industrieunternehmungen handelte. Allein die Coulisse durfte die Aktien der Gesellschaften handeln, die noch nicht die Staatsgenehmigung hatten. Die Coulisse wäre aber wahrscheinlich doch in dem Kampf erlegen, wenn sie nicht die stillschweigende Toleranz des jeweiligen Finanzministers und der Regierungen für sich gehabt hätte. Sie war in der Finanzwelt eine Macht, ein ausgezeichnetes Mittel, um Staatsanleihen aufzu-

---

1) Der Crédit mobilier der Pereire hatte 60 Millionen Fr. Kapital Akt. und daneben zahlreiche langfristige Obligationen.

nehmen. Die Finanzminister konnten der Coulisse nicht zu viel Schaden zufügen lassen.

Die Coulisse vervollkommnet erfolgreich den Pariser Markt. Neben den offiziellen Agents de change, bildet die Coulisse eine Gruppe von ungebundenen mutigen Maklern. Sie waren vollständig frei, sie sind sehr frei geblieben und haben sich selbst eine Organisation gegeben. Auf der Basis des Gesetzes von 1884 über die berufsmäßigen Gewerkschaften haben sie sich, früher in 2, seit 1933 in ein „Syndicat général des banquiers en valeurs près la bourse de Paris" mit 2 Sektionen, eine für den Kassamarkt und eine für den Terminmarkt, gruppiert. Alle Mitglieder der Terminsektion sind auch in der Kassasektion eingeschrieben. Am 20. April 1934 waren 89 Mitglieder bei der Terminsektion, und 22 beschränkten sich auf das Kassageschäft. Die Zahl ist nicht begrenzt, und die neuen Mitglieder werden von den älteren angenommen. Kein Spekulationsverbot. Keine Gemeinkasse, keine gesamtschuldnerische Haftung (1).

e) Gemeinsames.

Beim Reportgeschäft wie beim gewöhnlichen Effektengeschäft, sind die Agents de change und die coulissiers dem Berufsgeheimnis unterworfen und haben die Verpflichtung, den Namen ihrer Kunden geheim zu halten. Die ersteren sind gesetzlich (2) dazu angehalten, die anderen haben es sowohl aus Nachahmungswie aus Konkurrenzgründen, als auch aus Sicherheits- und Regelmäßigkeits-Momenten in der Geschäftsabwicklung übernommen, und sie haben diese Verpflichtung in

---

1) Es ist doch schon vorgekommen, daß die Chambre Syndicale der Coulissiers, Spekulanten und besonders Sparer entschädigte, wenn der Verlust nicht zu groß und tragbar war. Solche Maßnahmen erfolgten ohne gesetzlichen Anspruch der Kundschaft.
2) Arrêt du conseil du Roi de 1724 Art. 36.
Arrêté du 27 Prairial an X.
Décret organique du 7 octobre 1890 Art. 40.

ihre Satzung eingetragen. Über diese Gründe hinaus wollte der Gesetzgeber vermeiden, daß die Ermittlung der eigentlichen Geschäftsschließenden zu persönlichen Gegensätzen und zu Zusammenschlüssen und Ausschweifungen aller Art führen würde.

Infolge der Verpflichtung zum Berufsgeheimnis schließen die Agents de change und Coulissiers die Geschäfte in eigenem Namen. Sie sind keine Makler im eigentlichen Sinne, denn sie beschränken nicht ihre Rolle auf das Zusammenbringen der Kontrahenten. Sie sind auch kein Stellvertreter, der im Namen und für Rechnung eines Kunden Geschäfte schließt. Sie schließen die Geschäfte im eigenen Namen, also sind sie mittelbare Stellvertreter. Sie sind Garant der Bonität des gegenkontrahierenden Maklers dem Kunden gegenüber und ihrer Kunden dem Makler gegenüber und Garant für die Ablieferung der Wertpapiere. Sie dekken ihr Risiko, indem sie die Bildung einer Marge (genannt couverture) verlangen.

f) Marktorganisation.

Wir kommen jetzt zu der Studie der Geschäfte auf dem Markte. Aber zuerst eine Vorfrage: sind die Termingeschäfte erlaubt? (1) Wenn nicht, wären die Re-

---

1) Diese Frage ist entscheidend für die Gestaltung des Marktes. In New York z.B. sind die Termingeschäfte gesetzwidrig, und, da ein großer Markt ohne Termin sich nicht entwickeln kann, und da der N.-Yorker Markt sich entwickelte, ist die gekünstelte Organisation des Callmoney entstanden. So kann spekuliert werden und doch der Bestimmung Folge geleistet werden, wonach alle an einem Tage gekauften und verkauften Wertpapiere am Tage der nächsten Börse geliefert und bezahlt werden sollen. Der kaufende Makler liefert die Wertpapiere, wenn er sie erhält, am kommenden Tag nach dem Abschluß und läßt sich sofort durch eine Bank einen Vorschuß geben. Als Pfand gibt er die Wertpapiere und eine Marge. Der Vorschuß kann für 24 Stunden (callmoney) oder für längere Zeit (time loan)

portgeschäfte als Nebengeschäfte, oder weil sie aus Termingeschäften bestehen, unerlaubt. Das Gesetz vom 28. März 1885 erkennt die Termingeschäfte an (1) und zwingt den Schuldner zur Erfüllung des Vertrages auf jeden Fall.

Die Frage nach der Einteilung der Geschäfte zwischen dem offiziellen Markt und der Coulisse ist immer heikel gewesen. Da sie juristischer Natur ist, wollen wir uns mit dem Ergebnis in der Praxis begnügen. Die Agenten behalten sich alle Geschäfte über die auf ihrem Kurszettel eingetragenen Wertpapiere vor. Die Coulissiers handeln sonst mit allen beliebigen anderen Papieren, und dafür haben sie de facto ein Monopol, denn es besteht keine Nebengruppe. Es steht den Agents immer frei, Wertpapiere, die bei der Coulisse gehandelt werden, in ihren Kurszettel aufzunehmen und sie so der Coulisse zu entnehmen. Gute Wertpapiere, wie Royaldutch z.B. sind in die Coulisse eingeführt worden und dann nach einigen Jahren zum Leidwesen der Coulisse vom offiziellen Markt übernommen worden.

Die Einzelheiten werden durch Anordnungen der beiden Organisationen geregelt. Die Chambres Syndicales sind ermächtigt, alle notwendigen Maßnahmen zu ergreifen, um die Abwicklung der Geschäfte zu sichern.

---

gewährt werden. Wenn die Bank ihren Kredit kündigt, sucht der Spekulant eine andere, um die erste abzulösen. Angebot und Nachfrage nach Geld treffen sich jeden Tag und bilden den Callmoney-Markt. So besteht eine tägliche Bewegung von Effekten und Darlehen. In Europa steht bis zum Liquidationstag alles in der Schwebe und wird dann möglichst weitgehend verrechnet.

1) Loi du 28 mars 1885 article I „Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux; nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résultent se prévaloir de l'article 1965 du C. civil lors même qu'ils se resoudraient par le paiement d'une simple différence".

II. Offizieller Markt.

a) Preisbildung.

Der offizielle Markt kennt zwei Termine, Mitte und Ende des Monats und keine Fixtermingeschäfte auf mehr als 15 Tage. Infolgedessen findet der Reportmarkt jeden 15. und 30. - 31. eines Monats statt.

Die Tage der verschiedenen Geschäftsvorgänge werden in dem Kursblatt veröffentlicht.

(Kursblatt vom 20. April 34)

Jours de Liquidation	
du 30 Avril:	Reports: 30 Avril
	Débiteurs: 3 mai
du 15 mai:	Reports: 15 mai
	Débiteurs: 18 mai

Diese für das Publikum bestimmte Veröffentlichung muß ergänzt werden: Am ersten Börsentage vor dem Tage der Reports findet der Prämienerklärungstag statt. Am Tage der Reports, dem letzten der Liquidation, muß der Spekulant wissen, wieviel Geld er braucht und sich nötigenfalls glattstellen. Am Ende dieser Sitzung sollen alle Liquidationskonten saldiert werden. Die zwei folgenden Tage (hier 1. und 2. Mai, 15. und 17. Mai) dienen buchhalterischen Arbeiten. Innerhalb dieser Tage müssen die Käufer bezahlen und die Verluste beglichen werden. Am Tag darauf, dem Tage der Débiteurs, bezahlen die Agents die Verkäufer bzw. die Gewinnbeträge. Ein Geldgeber würde hier sein Geld spätestens am 2. Mai geben und am 18. Mai zurückerhalten.

Die Termingeschäfte lauten immer auf Schlüsse von 25 Stücken in der Regel. 1931 wurde diese Zahl für die auf große Nennbeträge lautenden Effekten auf 5-10 ermäßigt. Dadurch sollte eine breitere Spekulanten- und Geldgeberschicht herangezogen werden.

	I.Notiz 20.4.1934	25 Stück	Deckung 40 %	5 Stück	Deckung 40 %
B.d.F.	11.305	282.625	113.050	56.525	22.610
Bq.Algeris	9.200	230.000	92.000	46.000	18.400
Action Suez	18.000	450.000	180.000	90.000	36.000
Part Suez	15.825	395.625	158.250	79.125	31.650

Die französischen Staatsrenten werden in Schlüsse auf 1.500 Fr. Rente 3 % oder für die anderen Typen in entsprechender Menge gehandelt. Rußland 4 % wird in Schlüssen von 200 Obligationen, Serbien 4 % und Türkei 7 1/2 % mit 100 Obligationen gehandelt. Diese Bedingungen gelten für die Reportgeschäfte.

Wir kommen jetzt zu der Feststellung der „Position de Place" des Geldbedarfs der Spekulation.

Das Liquidationsverfahren entspricht Schmidts Typ 19 (1) „Liquidation mit Zentrale. Ermittlung des ersten Verkäufers und des letzten Käufers durch Kontierung. Die Lieferung erfolgt direkt durch Zentrale. Die Zahlung erfolgt unter Verrechnung zum Liquidationskurs direkt durch Zentrale".

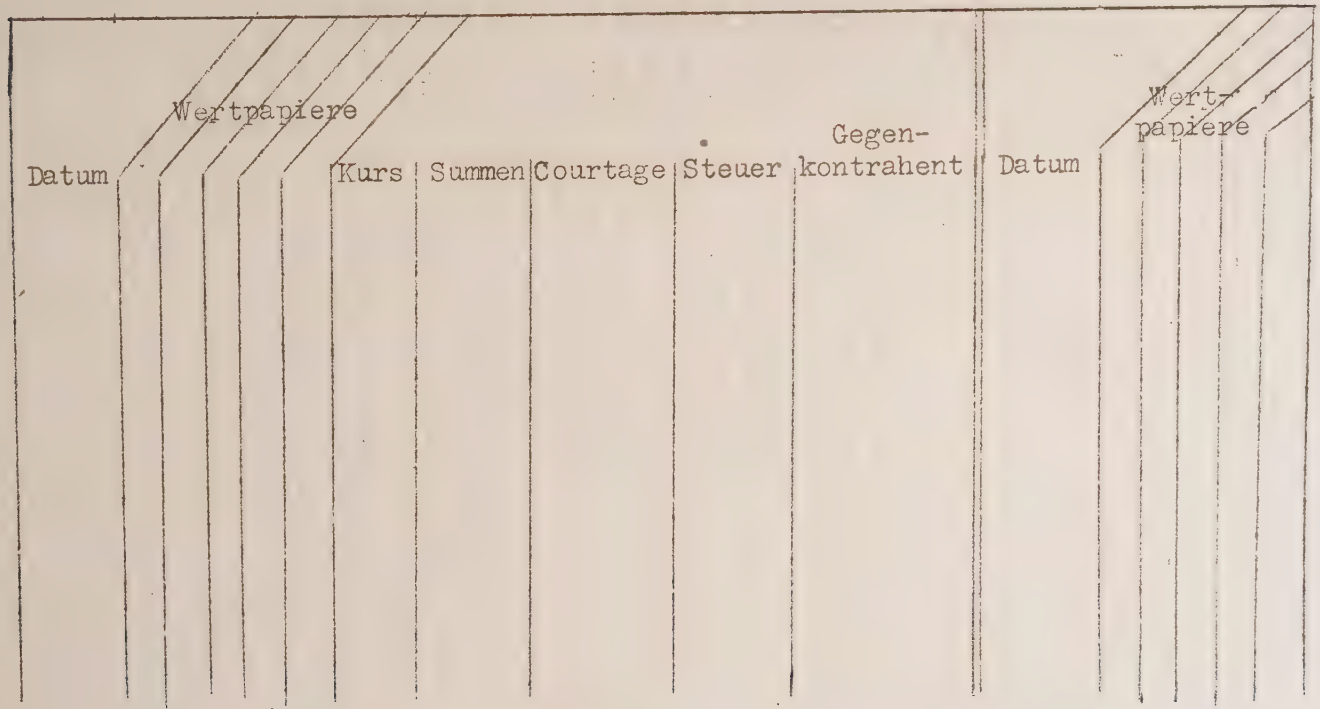
Die verschiedenen Termingeschäfte werden in einer besonderen Buchhaltung eingetragen, deren Konten folgendermaßen aussehen: (s.n.Seite.)

Jeder Agent eröffnet jedem seiner Kollegen und jedem seiner Kunden ein solches Konto. Neben der Buchhaltung in Geld, führen die verschiedenen Agents eine Buchhaltung in Wertpapieren, die man „Position de titre" nennt. Man unterscheidet die „Position des agents" und die „Position des clients". Die letztere dient uns als Ausgangspunkt in der Technik der Reports. Eine solche „Position" ist eine Zusammenfassung aller Schulden und Forderungen auf Wertpapiere für jede Wertpapierart in jedem Augenblick.

Es ist ein Büchlein mit seitlichem Register der Wertpapiere, dessen eine Seite so aussehen kann: Es gibt kein festes Formular. (s.S.243)

---

1) Fr. Schmidt Liquidation und Prolongation im Effektenhandel Leipzig 1923, S.46 - 47.


Wertpapiere
Datum
Kurs
Summen
Courtage
Steuer
Gegen-
kontrahent
Datum
Wert-
papiere

Käufer	Name des Kunden	Verkäufer	Mines de Lens
225	Crt.Lyon.		
	Paul	600	
	BPPB	75	
250	Louis		
400	Pierre		

Jede Seite ist für ein Wertpapier bestimmt. Nur die jeweiligen Salden werden eingetragen, nachdem der vorherige radiert worden ist; das wird tagtäglich gemacht. Die Kontrolle erfolgt an Hand der Kundenkonten.

Die Position erfährt ihre größte Veränderung am Prämienerklärungstage; viele Geschäfte werden zur Beeinflussung der Prämienerklärungskurse (1) abgeschlossen, viele Prämiengeschäfte verwandeln sich um diese Zeit in Fixgeschäfte.

Die Liquidation wird schon am Abend des Prämienerklärungstages, d.h. am Abend vor der Reportsitzung vorbereitet. Die Liquidationsabteilung setzt sich mit dem größten Kunden in Verbindung. Erfahrungsgemäß weiß man, daß alle Spekulanten in derselben Richtung kaufen oder verkaufen, denn sie haben sehr oft dieselbe Grundlage für ihre Spekulation. Die Banken halten so weit wie möglich die Börsenvermittler auf dem Laufenden, was die Absichten ihrer Kundschaft betrifft.

Die Position wird noch während der Börsensitzung am Liquidationstag durch Käufe und Verkäufe geändert. Die Position eines Agenten erfährt auch eine Änderung durch die „Compensations", aber dadurch wird die „Position de Place" nicht geändert. Man denke an einen Spekulanten, der die Geheimnisse seiner Geschäfte besser aufbewahren will, mit mehreren Agents arbeitet und bei dem einen gekauft und bei dem anderen verkauft hat, oder an einer Bank, die aus Konkurrenz-

---

1) Die Kurse werden laufend notiert. Der Prämienerklärungskurs ist der um 1 Uhr 1/2 notierte Fixkurs der betreffenden Werte.

gründen ihre Order an mehrere Agents verteilt. Auch am Tage nach der Liquidation können solche Verrechnungen stattfinden. (1)

Nach dem vorher angegebenen Beispiel wird der Agent Hereinnehmer für 225 + 250 + 400 Stücke suchen und Hineingeber für 600 + 75 Stücke. Er kann die Verrechnung in sich selbst durchführen, er muß nur noch Hereinnehmer für 200 Stücke finden. Die Banken haben nicht das Recht, diese Verrechnung in sich zu machen (C.Comce Art.76).

Hier sehen wir die Verkäufer als erstes Element des Geldangebotes auf dem Reportmarkt erscheinen. Es mag überraschen, wenn ein Terminverkäufer dieselbe Rolle spielen kann, wie ein Kapitalist. Der Terminverkäufer schuldet Wertpapiere und der typische Spekulant besitzt sie sogar nicht. Was wir über den bargeldlosen Verkehr sagten, erklärt diesen Vorgang. Der bargeldlose Verkehr läßt den Naturaltausch wieder erscheinen. Der Verkäufer, der sein Gut in den Verkehr bringt, erhält seine Forderung gegen den Käufer, und diese wird in eine solche gegen die Bank umgewandelt. Die Schuld wird getilgt, wenn der Gläubiger wieder den Gegenwert kauft. Der Verkäufer, ob er liefert oder nicht, also der Terminverkäufer - das ist ein anderer Kredit, ein Kredit auf Wertpapiere - erhält eine Forderung gegen die Bank, (den Makler) und die-

---

1) Dieses Schema soll der Erklärung des Vorganges dienen:

Spekulant X

Rio		
25	A	
	B	25

Agent A

Rio Position Agents		
25	B	
Verrechnet		25

Position clients		
	X	25
25	Verrechnet	

Agent B

Rio Position Agents		
	A	25
25	Verrechnet	

Position clients		
25	X	
Verrechnet		25

Die 25 verrechneten Stücke werden bei den 2 agents nach dem Liquidationskurs gerechnet. Der Gewinn oder Verlust wird dadurch nicht beeinflußt.

ses Wertkapital kann er den Wertpapierkäufern zur Verfügung stellen.

Der Agent muß die nötigen Kapitalien finden, um den Gegenwert von 200 Stücken zu bilden. Er wendet sich den Geldgebern zu, die uns schon bekannt sind, und mit denen er in Geschäftsverbindung steht. Wenn der Agent die Kapitalien nicht bei seiner Kundschaft findet, kann er sich noch offiziös mit einigen Kollegen in Verbindung setzen, die in ihrer Kundschaft besonders große Geldgeber haben. Am Liquidationstage findet der Reportmarkt, wo die Spitzen ausgeglichen werden, deren Entstehung wir gerade besprochen haben, in 2 Sitzungen statt: eine für die weitere Vorbereitung und die offizielle.

Die vorbereitende Sitzung findet nicht während der Börsensitzungszeit, sondern etwa um 12^h statt. Infolgedessen ist sie inoffiziell. Die Leiter der Liquidationsabteilungen bei den verschiedenen Agents (commis - liquidateurs) versammeln sich in einem Saal im Soussol des Börsengebäudes und treffen sich, um Angebot und Nachfrage auf dem Privatweg auszugleichen. Sie wickeln ihre Geschäfte in ruhigem Ton auf Grund früherer Erfahrungen ab. Wenn der Abschluß über Art der Wertpapiere und Betrag in groben Zahlen (etwa Millionen Fr.) getroffen ist, gibt der Hineingeber dem anderen einen Zettel (1) mit den Abmachungen. Diese Abmachungen sind nur Schätzungen, die auf dem Vortagskurs beruhen, während der faktische Bedarf an Geld erst, nachdem die Liquidationsverrechnungskurse offiziell bekannt sind, festgestellt werden. Das geschieht etwa um die Mitte der offiziellen Börsensitzung. Diese erste Arbeit ist trotzdem sehr wichtig, denn dadurch werden in der offiziellen Sitzung die

---

1) Interessant ist, daß in der Börsensitzung die Agents und ihre Bevollmächtigten keine Zettel austauschen, sondern den Abschluß in einem dafür geschaffenen offiziellen Büchlein einschreiben. Die auf dieser Seite besprochene Reportsitzung findet nicht während der Börsenzeit statt, und die abgeschlossenen Geschäfte werden nicht im offiziellen Büchlein eingetragen.

gegenüberstehenden Parteien in einem klareren Licht stehen. Auf dieser öffentlichen Sitzung auf Ruf (à la criée) werden nur die Spitzen gebracht, die um 12 Uhr nicht befriedigt werden konnten. Die vorbereitende Sitzung dient den erfahrenen commis liquidateurs, ohne Geschrei, größere Posten vorteilhaft durch eine erdachte Verteilung zu vergeben, ohne die Aufmerksamkeit der Anderen zu erwecken. Am Ende dieser ersten Sitzung sind die Report-Bedingungen noch nicht festgestellt. Die Geschäfte werden auf dem später festzustellenden Zinssatz abgeschlossen. Die Arbeit ist insofern fortgeschritten, als man näher an die letzte Million, deren Zinssatz der Marktzinssatz wird, gerückt ist.

Die offizielle Reportsitzung „à la criée" fängt am Liquidationstag eine Viertelstunde nach dem durch Glockenschlag angekündigten Anfang der Börse an. Zu dieser Zeit besteht eine Schätzungsbasis; denn die ersten Kurse sind dann schon notiert worden. Diese Bemerkung ist wichtig, da die 22 Stunden zwischen 2 Börsen sehr viel Neues gebracht haben können. Die Stimmung ist täglich eine ganz andere. Ein Unterschied von 10 % und mehr ist nicht selten. Ein großes Wertpapier, wie Sucreries Say notierte am 19. April 1934 am Börsenende 2040 und am Anfang des kommenden Tages 2075. Diese 35 Franken pro Stück machen 17500 für 500 Stück. Dazu kommt noch, daß in der Regel alle Kurse steigen oder sinken, sodaß ein Ausgleich der Haussen mit den Baissen nicht stattfindet.

Die Commis liquidateurs versammeln sich noch einmal in ihrem Saal im Soussol und die Sitzung findet in zwei Teilen statt. Die erste beschäftigt sich mit Effekten, die zweite, unmittelbar darauf folgende ist der eigentliche Geldmarkt.

Ein Vertreter der Chambre Syndicale nennt alle Wertpapiere nach der Reihe des Kursblattes, mit Ausnahme von 3 Gesellschaften (B.d.F., Crt.Foncier, Sté Gen[le])(1), deren Papiere Namensaktien sind und

---

1) Das Report für die Namensaktien verursacht ein Transfer und die damit verbundene Steuererhebung. Das wirkt wie eine Kostenerhöhung. Da aber diese

besonders behandelt werden. Für jeden Wert entsteht ein Markt. Wer einen Posten in Kost zu geben hat, für den er in der Vorbereitungssitzung keinen Gegenkontrahenten gefunden hat, ruft laut, er suche einen Hereinnehmer für den betreffenden Posten. Man schreitet von Wert zu Wert, ohne jedoch zuerst einen Satz festzustellen, das Ziel ist nur, die Werte, für die ein Posten in Kost zu geben bleibt, von denen zu trennen, für die ein Posten in Kost zu nehmen bleibt. Die ersteren, - das ist der allgemeine Fall - entfalten eine einheitliche Nachfrage nach Geld und für diese wird in dem zweiten Teil der Sitzung der einheitliche Zinssatz festgestellt. Die zweiten heißen „valeurs reservées", weil sie Ausnahmen bilden und ihre eingehende Behandlung für später vorbehalten bleibt. Sie entfalten ein Geldangebot, aber dieses Angebot hat die Merkwürdigkeit, mit besonderen Bedingungen verknüpft zu sein, nämlich mit der Hereinnahme von besonderen Wertpapieren. Dieses Angebot muß sich mit besonderen, unter dem sonst allgemeinen Marktsatz liegenden Zinssätzen begnügen. Anstatt dem allgemeinen Satz von 5 % z.B. wird er 4, 3, 1 % je nach dem Wertpapier sein. Es kann auch zur Glattprolongation kommen, sogar zu 1, 2, 5 % Deport. Wir werden nicht

---

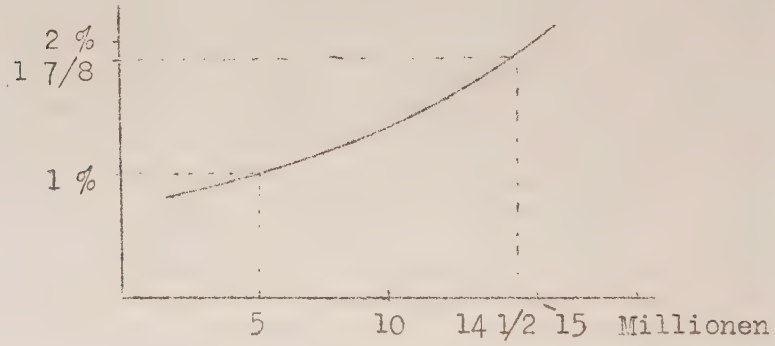
Kosten einmalig sind, und im Falle der Wiederholung des Reports nicht noch einmal entrichtet werden sollen, erfolgt eine Verteilung dieser Kosten auf mehrere Liquidationen. Die Verteilung erfolgt marktmäßig. Das Angebot an Geld wird von denjenigen gebildet, die aufgrund einer vergangenen Liquidation schon die Steuer entrichtet haben und von denjenigen, die das Geschäft frisch machen wollen und die Steuer entrichten müssen. Die Nachfrage wird von der jeweiligen Spekulation auf diesen 3 Namenswertpapieren gebildet.

Die Preisbildung erfolgt direkt in Francs und centimes. In % umgerechnet sind die 3 Zinssätze immer höher, als der allgemeine Report-Zinssatz - manchmal sehr hoch.

Wegen der Sonderheit des Marktes dürfen wir ihn außer acht lassen.

weiter von den „valeurs réservées" sprechen.

Nach Ausschaltung der „valeurs réservées" findet die zweite Teilsitzung mit der Festsetzung des Nettozinssatzes für das auf dem Geldmarkt angelegte Geld statt. Der Markt findet „à la criée" statt. Die Vertreter aller Agents - oft die Agents selbst - schließen sich um den Syndic des Agents de change, neben ihn ein Angestellter der Chambre Syndicale als Anschreiber. Gewöhnlich fängt das Debattieren mit dem Ruf des Zinssatzes bei der vergangenen Liquidation, z.B. 1/2 % an.



Aber wenn das Geld seltener geworden ist, bleibt die Nachfrage: „à 1/2 je me fais reporter!" (zu 1/2 gebe ich Papier hinein) ohne Antwort. Diese Nachfrage findet kein Echo und bald überbietet einer: „à 1 (1) je me fais reporter" den anderen. Einige Geldgeber meinen, daß dieser Zinssatz ihren Ordern entspricht; sie schließen deshalb zu 1 ab unter der Bedingung, daß der Satz ratifiziert wird, und so haben sie sich die Anlage von einigen Millionen - sagen wir 5 - gesichert. Eine Nachfrage von 5 Millionen ist getilgt, und es bleiben noch 9 1/2 zu tilgen. Der Satz steigt, die Hineingeber schreien: „à 1 1/4 je me fais reporter", „à 1 3/4 je me fais reporter" und immer höher

---

1) Man schreitet mit 1/8 oder 1/4 %. Im Juni und Juli 1931 als der Geldmarkt sehr flüssig war, wurde dreimal der niedrige Zinssatz von 1/16 % notiert.

und immer mehr Nachfragen werden überboten. Bei 1 7/8 bleibt nur noch die Nachfrage nach 1/2 Million und sie wird befriedigt.

Der Satz 1 7/8 ist der Marktsatz. Er ist für alle Geschäfte gültig, nicht nur für die letzte 1/2 Million, sondern auch für die 14,5, die innerhalb den 5 Minuten ausgetauscht worden sind und auch für die 100 Millionen, die vorher bei der Vorbereitungssitzung und am vergangenen Tage gesichert worden sind. Juristisch versteht es sich, daß die ersten 5 Millionen zu 1 % zu diesem Zins gewährt worden sind unter der Bedingung, daß dieser Satz vom Markt ratifiziert wird. Ökonomisch gesehen: wenn der Geldnehmer sagen würde: „ich zahle nicht 1 7/8 % pro Jahr, sondern nur 1 %", würde der Geldgeber die Kapitalien nicht geben und sie einem anderen zu 1 1/2, 1 7/8 anbieten.

Natürlich ist der Vorgang auf dem Markt nicht so ruhig und so schematisch wie hier gerade geschildert. Die auf das Spiel gesetzten Interessen sind sehr groß. Für die Banken ist es eine Frage der besseren oder schlechteren Rendite ihrer Kapitalien; für die Spekulanten bedeutet ein hoher Satz das Ende ihrer Spekulation; auch mit Verlust. Die Ankündigung einer schwierigen Liquidation veranlaßt die Haussiers zu verkaufen, und daraus kann ein Kurssturz erfolgen. Die ganze Wirtschaftsentwicklung bleibt von den Ereignissen auf dem Reportmarkt nicht unberührt. Eine schwere Börse, sogar ein Krach, kann den Anfang einer Krise einleiten. Auf alle Fälle wird die Wirtschaft schlecht beeinflußt, was seine Rückwirkungen auf die Politik oder auf die Finanzbedürfnisse des Staates haben kann. Man versteht, daß alle Parteien, den Zinssatz so günstig wie möglich für sich zu stellen suchen.

Geldgeber und Geldsucher trennen sich nicht in 2 Gruppen, die sich gegenseitig anschreien. Diejenigen, die Effekten in Kost geben wollen, wollen so wenig wie möglich bezahlen und, da sie klug sind, schreien sie sehr laut, daß sie Geld zum Leihen haben. „A 1 % je reporte" rufen sie, und wenn eine Nachfrage kommt, geben sie 500.000, während sie ohne Geschrei bei einem anderen 3 Millionen nehmen. Andererseits machen die Geldgeber, die nicht weniger klug sind, das Umge-

kehrte. Es gibt eine Reihe von Manövern, die mit Psychologie und Fingerspitzengefühl anzuwenden sind, deren Beherrschung mit der Kenntnis des Marktes selbst zum Wesen eines guten Börsenmannes gehören.

Die großen sowie die kleinen Banken lassen sich dauernd auf dem Laufenden halten und ihre Angestellten und Boten drängen sich alle an der Tür.

Die Spekulanten bilden die Nachfrage auf dem Geldmarkt. Diese ist elastisch dadurch, daß die Spekulanten rasch Verkaufsorders geben können (die laufenden Börsengeschäfte wickeln sich in derselben Zeit ab), wenn die Zinssätze zu hoch werden, und so brauchen sie nicht Effekten in Kost zu geben.

Die großen Kreditinstitute mit der Sté Fse de Reports et de Dépôts sind faktisch die größten Geldgeber, sie können aber nicht ohne die Agents handeln, denn diese wachen nach ihrem Standpunkt auch über die Zukunft des Marktes. Nicht selten wirft der Syndic Kapitalien der gemeinsamen Kasse zu einer günstigen Zeit auf den Markt, um die Banken zu zwingen, ihren Zinssatz zu senken. Treffend und klug im richtigen Augenblick angewandt, kann dieser Reservefond eine entscheidende Wirkung auf die Preisbildung haben.

b) Liquidationskurs.

Wir müssen jetzt zeigen wie die Verbindung zwischen dem Zinssatz und dem Effektenpreis hergestellt wird. Man muß wissen, was der Report von 25 Mines de Lens auf der Basis des Geldzinses 2 % kostet, es verlangt die Feststellung eines Basiskurses der Aktie Mines de Lens für die Berechnung des Hereinnehmers und des Hineingebers. Dieser Basiskurs wird einheitlich für alle Geschäfte durch die Chambre Syndicale festgesetzt. Alle Herein- und Hineinnehmer kaufen sowie verkaufen in der laufenden und in der folgenden Liquidation zu diesem Kurs.

Die Liquidationskurse werden entweder nach den ersten Terminkursen am Liquidationstag oder nach den letzten der vergangenen Börse festgestellt. So können sie sehr früh bekannt werden, und sie werden sofort offiziös auf losen Blättern an alle Liquidations-

abteilungen der Agents mitgeteilt und von diesen an die Banken weiterverteilt. Die Chambre Syndicale behält sich das Recht vor, einen Kurs zu ändern, entweder, um ihn der Wirklichkeit näherzubringen, oder die Verluste zu vermindern, die, wie man hofft, im Laufe der nächsten Liquidationsperiode sich wahrscheinlich nicht bestätigen werden, oder um diese Verluste auf zwei Liquidationen zu verteilen. Die Liquidationskurse werden erst mit ihrer Veröffentlichung in dem Kursblatt offiziell.

Die Liquidationskurse werden abgerundet, wenn die Kursbewegung und die Größe der Summe es erlauben.

c) Feststellung des Reportsatzes.

Der auf dem Geldmarkt festgesetzte Zins ist die auf ein Jahr gerechnete Nettorendite für die geliehenen Kapitalien. Die Umrechnung in Francs und centimes pro Stück erfolgt, wie wir an Hand einiger Beispiele zeigen. Diese Umrechnung soll die Unkosten (Provision, Steuer) aufnehmen und eine Brutto-Rechnung ergeben, damit der Abzug der Spesen aus dem Ertrag des Reportgeschäftes im Liquidationskonto doch wieder die Netto-Rendite gewährleistet.

Nach dem Kursblatt am 20. April 1934 waren die Spesen der Reportgeschäfte folgende: (s.n.Seite).

Man wird die Bevorzugung der Reportgeschäfte auf Französische Staatsrente sowohl provisions- wie steuermäßig verstehen. Der Staat bevorzugt die Käufer seiner Rentenpapiere und die Beleiher derselben.

Nehmen wir jetzt als Beispiel die Französische Staatsrente 4 % 1925 mit dem Liquidationskurs 101,10 (für eine Rente von 4 fr.) (Liquidationskurs am 15. April 1934) an. Der Marktsatz für das Geld ist 3 %. 3 % pro Jahr sind 3/24 % für die 14 Tage einer Liquidation.

auf 101,10 gerechnet sind es $\frac{3 \times 101{,}1}{24 \times 100} = 0{,}12$

dazu noch Provision 0,03 = 0,03

die Steuer fällt nicht ins Gewicht

Summe 0,15.

Courtage auf Reportgeschäft am offiziellen Markt (1).

Opérations de Report

Rentes françaises	0 fr. 025 par quinzaine et par 3 francs de rente 3 % ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 %. 0 fr. 03 par quinzaine et par 4 francs de rente 4 %, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 %, 5 francs de rente 5 %.
Autres valeurs	1 fr. 80 % l'an du montant de la valeur reportée, calculé d'après le cours de compensation pour les opérations donnant lieu à un report. 1 fr. 20 % l'an du montant de la valeur reportée, calculé comme ci-dessus, pour les emplois de capitaux en report.

---

1) Wir bringen hier die Courtage-Tarife bei der Coulisse zur selben Zeit:

Jusqu'à 25 francs inclusivement	0 125
Au-dessus de 25 fr. jusqu'à 75 fr. inclus.	0 25
- 75 fr. - 150 fr. -	0 50
- 150 fr. - 250 fr. -	0 75
- 250 fr. - 350 fr. -	1 "
- 350 fr. - 500 fr. -	1 25
- 500 fr. - 650 fr. -	1 50
- 650 fr. - 1.000 fr. -	2 "
- 1.000 francs	2 "°/oo

Steuer auf Reportgeschäfte
(gemeinsam für die beiden Märkten).

Impôts

Rente française { 0,00625 ‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation majoré, s'il y a lieu, du prix du report.

Autres valeurs { 0,50 ‰ ou fraction de mille francs sur le cours de compensation majoré, s'il y a lieu, du prix du report.

Nehmen wir als Beispiel die Aktie St. Gobain mit dem Liquidationskurs 1230 und ein Geldzins von 2 % an.
In % pro Jahr gerechnet:

Zins	= 2
Provision	= 1.20
Steuer 0,50 o/oo pro Liquidation, also für die 24. Liquidation eines Jahres 12 o/oo und in %	= 1.20
	= 4.40 %

im Verhältnis zum Liquidationskurs

$$\frac{4.40 \times 1230}{100} = 54{,}12 \text{ für 1 Jahr}$$

und für 1 Liquidation $54{,}12 \frac{1}{24} = 2{,}25$.

2.25 und 0.15 werden in einer besonderen Spalte des Kursblattes aufgenommen.

d) Liquidationskonten.

Die Bank, oder der Privat-Kreditgeber bekommen von dem Agent 2 Kontenauszüge, einen in der laufenden und einen in der nächsten Liquidation. Diese sehen so aus: (s.S.254 u. 255)

Der Geschäftserlös - netto - ist 2502.998^{35} - 2.499.875 = 3123 : 35. In Prozenten auf 1 Jahr gerechnet sind es 3 % netto Zinssatz auf dem Reportgeldmarkt.

Der Agent liefert den Geldgebern die von ihnen in

In der laufenden Liquidation:

Datum	air liquide	Say	Rio	Liq. Kurs	Summen
15.4.	225			735	165375
		800		2040	1632000
			500	1405	702500
					2499875

Sie beziehen 225 air liquide 800 Say
500 Rio

In der nächsten Liquidation:

Datum	air liquide	Say	Rio	Summen Liq.Kurs+Rep.Satz	Courtage	Steuer
30.4	225		736^{65}	16574^{25}	$\frac{2505498^{25}+1^{20}}{100 \times 24}$	
		800	2044^{59}	1635672		
		500	1408^{15}	704080		
				2505498^{25}	1249^{95}	1249^{95}
Courtage + Steuer				2499^{90}		
				2502998^{35}		

Sie liefern 225 air liquide 800 Say 500 Rio

Kost genommenen Wertpapiere nicht, denn er muß fürchten, daß im Falle einer Hausse der Geldgeber die Effekten nicht zurückliefert. Der Kunde seinerseits hat nichts zu fürchten in Bezug auf die Bonität des Agents. Für die Generalversammlungen der Gesellschaften haben die Depotscheine der Agents dieselbe Gültigkeit wie die der Banken.

III. Reports bei der Coulisse.

Im Prinzip ist die Organisation bei der Coulisse dieselbe wie bei den Agents, deswegen beschränken wir uns auf die Unterschiede und ihre Besprechung.

Die Liquidation findet bei der Coulisse immer am Monatsende statt. Dadurch ist der Spekulation ein weiter Spielraum gegeben, in der längeren Zeitspanne können mehr Ereignisse eintreten, und die Liquidation mit eventueller Verlustzahlung ist eine Probe, der man sich nicht zu oft aussetzen möchte.

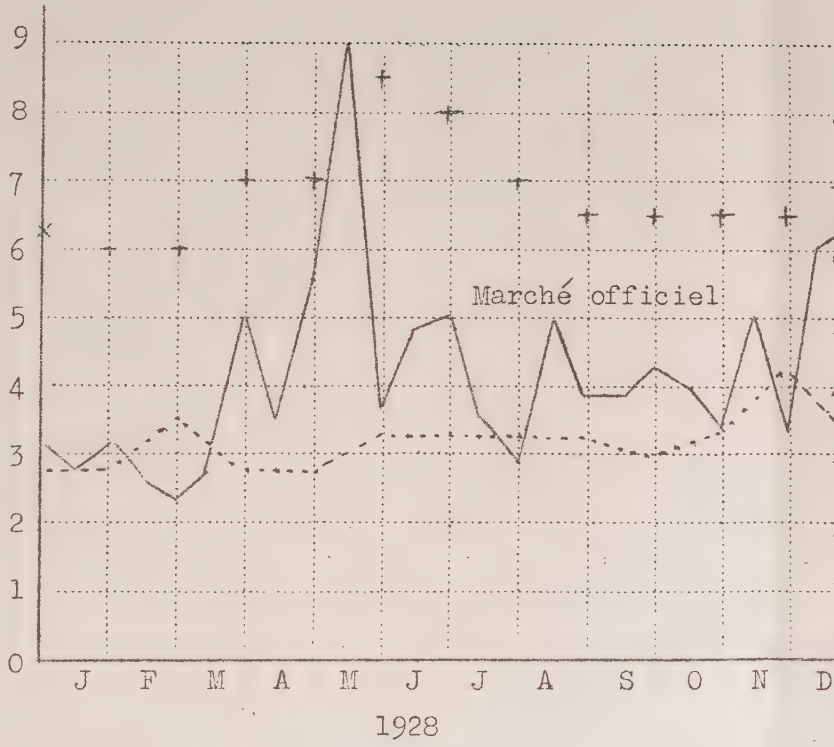
Am Ende des Monats sind der Prämienerklärungstag und der Tag der Reports, der Debitoren usw. dieselben auf beiden Märkten.

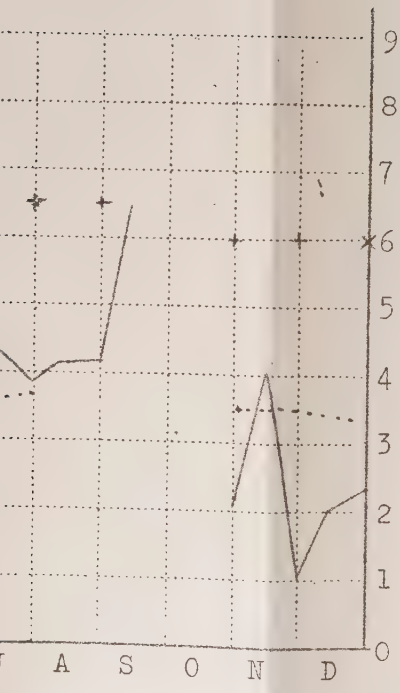
Die Liquidation ist in der Regel schwerer bei der Coulisse als bei den Agents. Der Zinssatz liegt dort in der Regel 2-3-4 % über dem Satz am offiziellen Markt. Wobei zu bemerken ist, daß dieser Zinssatz netto, während der Satz bei der Coulisse brutto ist und 2 1/2 % für Provision und Courtage enthält. Der Grund liegt sowohl bei dem oft größeren Kreditbedarf, als bei der minderen Sicherheit der Kredite.

Die Kurven der Einlage zeigen die Entwicklung der Report-Zinssätze bei der Coulisse (+ + +), bei dem offiziellen Markt (_____) und auf dem Privatdiskont-Markt (.....). Die Angaben sind aus den laufenden monatlichen Veröffentlichungen der Zeitschrift „Banque" entnommen (1).

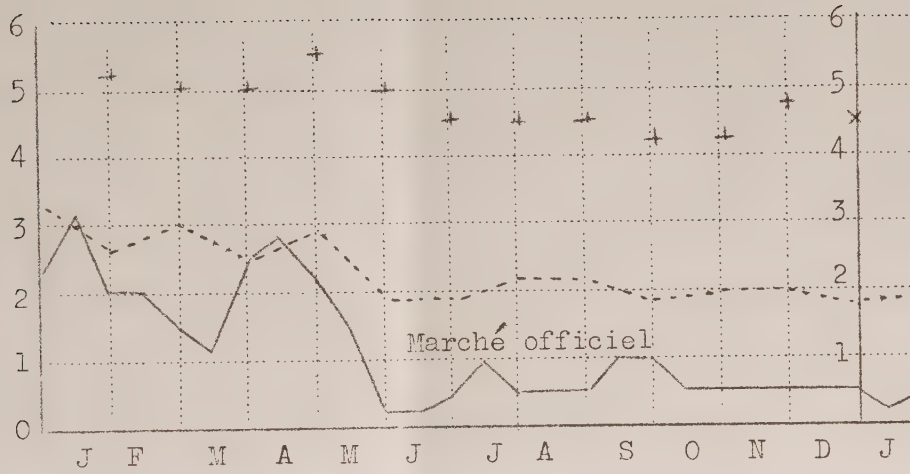
---

1) Man kann bemerken, wie der Zins bei der Coulisse ruhig verläuft, was von seiner Festsetzung abhängt. Der Zins auf dem offiziellen Markt ist da-

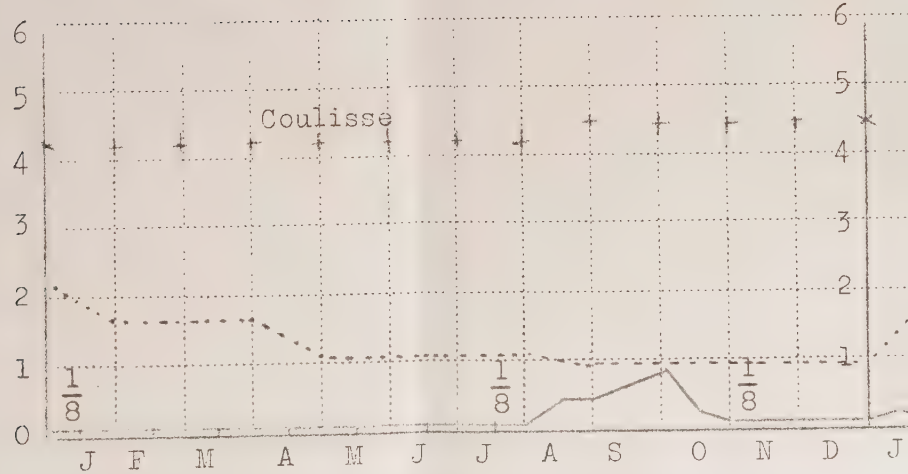

9
8
7
6
5
4
3
2
1
0
Marché officiel
J F M A M J J A S O N D
1928



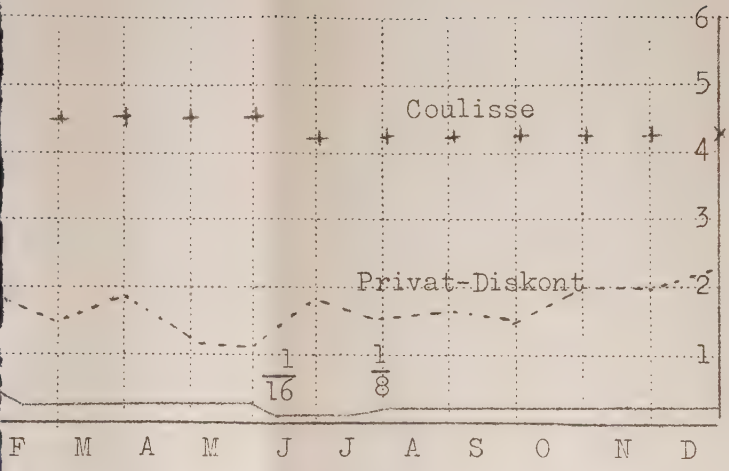
29


6
5
4
3
2
1
0
Marché officiel
J F M A M J J A S O N D J

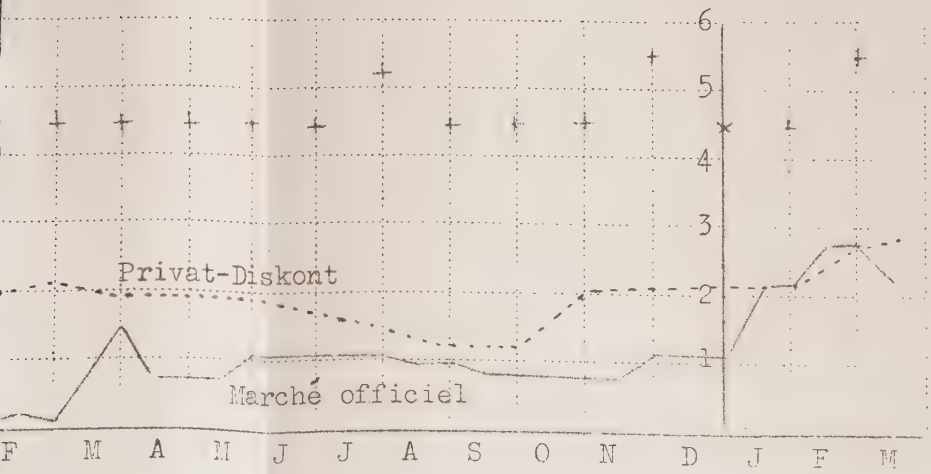
1930


6
5
4
3
2
1
0
Coulisse
1/8
1/8
1/8
J F M A M J J A S O N D J

1932



1931



1933 1934

Die Coulisse braucht sehr viel Kredit, weil sie sehr spekulativ ist. Der Kurszettel ihres Terminmarktes enthält viele Wertpapiere, die seit langer Zeit keinen Zins abgeworfen haben, aber trotzdem einen sehr breiten Markt entwickeln. Diese Wertpapiere können nicht normal in das Portefeuille genommen werden, die Käufer denken nur daran, sie weiter zu verkaufen. Andererseits sind die Goldminen ausschließlich von der Coulisse gehandelt, sehr stark sind dort die Silbergruben, die Petroleum-, Gummiwerte und die ausländischen Staatspapiere vertreten. Das gibt ein Bild über die rege Tätigkeit der Spekulation bei der Coulisse.

Die Wertpapiere sind in der Regel bei der Coulisse leichter, als bei dem Parquet. Dies wird nicht nur ausgeglichen, sondern darüber hinaus werden durch die Anzahl der Geschäfte von der Coulisse oft mehr Kapitalien benötigt, als von dem anderen Markt. Dieser Bedarf schwankt notwendigerweise mit der Konjunktur und mit der Neigung der Spekulation.

Die Agents de change sind bei der Annahme eines Wertpapieres in ihre Kurszettel sehr vorsichtig. Deswegen beleihen die Banken diese Effekten lieber, als die der Coulisse.

Die Coulissiers bekommen auch das Geld zu einem höheren Satz als die Agents de change, weil sie für

---

gegen sehr beweglich, besonders 1928, 1929, was der freien Marktbildung entspricht. Später kam eine Zeit der Geldfülle, der Zinssatz wird nur noch nominal. Während dieser Periode ist der Zins bei der Coulisse an den Satz 4 1/2 (Lombardsatz bei der B.d.F.) gebunden. Man kann auch bemerken wie 1928, 1929 der Satz am offiziellen Markt eine ausgesprochene Tendenz am Medio höher zu liegen hat, wenn er allein eine Nachfrage nach Geld entfaltet, als am Ultimo, wenn die beiden Märkte konkurrieren. Wenn eine anormale Geldfülle nicht da ist (1928-1929) steht der Satz am offiziellen Markt etwas höher, als der Privatdiskontsatz, das soll der größeren Liquidität des Privatdiskontgeschäftes entsprechen.

ihre Verpflichtungen allein haften. Man ist auch sicher, daß kein Agent spekuliert, während neben vielen Coulissiers, die nicht spekulieren - oder bis jetzt nicht spekuliert haben, es aber doch einmal können -, es viele gibt, deren Geschäfte mit Gründungs- und Emissionsgeschäften, mit à la hausse- und à la baisse-Spekulationen verflochten sind. Diese unbekannte spekulative Stellung der Makler ist für die Geldgeber eine große Gefahr.

Infolge der möglicherweise eintretenden Schwierigkeit, Schiebungsgelder zu bekommen, fangen die Geschäfte schon 5,6 und sogar 10 Tage vor dem Ultimo an. Schon am 20. kommt es vor, daß einige nach Geld suchen. Ein Kompagnon besucht schon zu diesem Zweck Kollegen, die ihre Gegenkontrahenten werden können, und die Banken, mit denen seine Firma in Verbindung steht. Die abgeschlossenen Geschäfte werden auf Zetteln, die mit Blei geschrieben sind, bestätigt, wobei die Zahl und Art der Stücke zählt. Die Art der Stücke ist sehr wichtig, denn der Wert des Pfandes hängt davon ab. Der Satz wird nicht festgesetzt, es soll der für die Coulisse allgemeine Satz sein. Es ist wohl möglich, daß ein Mindestsatz angegeben wird, unter dem das Geschäft nicht abgeschlossen werden kann. Die Stückzahl kann auch mit dem Satz gestaffelt werden.

Am Liquidationstage, also am Tage nach der Prämienerklärung um 11^h, d.h. vor der offiziellen Börsensitzung, versammeln sich die Vertreter der Coulissiers auf den kreisförmigen Stufen (sog. groupes du terme) wo die verschiedenen Effekten bei normalen Börsensitzungen auf Ruf, auf Termin gehandelt werden. In diesen Gruppen werden die Reportsätze debattiert. Die Haussiers suchen die Baissiers oder die Coulissiers, die Kapitalien zu vergeben haben. Die Sitzung geht nicht ganz ohne Lärm, denn jeder sucht sein Spiel zu verbergen. Die Geldentleiher tun so, als ob sie Geld geben wollten. Die Geschäfte werden auf Grund eines später bekannten, vom Consortium des Banques festgesetzten Satzes abgeschlossen.

Die nach der Morgensitzung bleibenden Spitzen werden später während der Börsensitzung gehandelt und

ergeben direkt eine Notierung der Reports in Frs. und centimes.

In dieser Zeit erfolgt die Bekanntgabe des durch das Consortium des banques festgesetzten Geldsatzes für die Coulisse. Dieser Satz wird nur durch die Banken, mit der Sté. Fse. de Reports et de Dépôts an der Spitze, angegeben und ist nicht das Ergebnis einer Diskussion zwischen Angebot und Nachfrage. Er ist nicht offiziell bekanntgegeben. Die Coulissiers wissen, daß sie zu diesem Satz von den Banken Kapitalien bekommen.

Das Consortium des banques läßt sich durch den Umfang der Nachfrage und durch die Liquidität der Banken bestimmen. Ihre dritte Entscheidungsgrundlage ist ihre Verantwortung dem Effektenmarkt und der Wirtschaft gegenüber: Wenn die Banken glauben, daß die Spekulation übertreibt, werden ihr die Mittel entzogen und in der Krise dagegen werden die Kurse durch billigere Kredite gestützt. Das entspricht übrigens den Liquidationsverhältnissen der Banken in der Konjunktur und in der Krise.

Die Liquidationskurse werden vom Syndicat festgesetzt, und da der Zinssatz brutto ist, ist die Berechnung der Reportsätze sehr einfach. Die Liquidationskurse und Reportsätze werden im Kursblatt veröffentlicht.

Infolge des größeren Risikos verlangen die Banken von den Coulissiers eine Sicherheit in Form von Effekten-Depositen („Marges" genannt) in Höhe von 30-40 % (jeweilig voll zu halten nach Kursschwankungen) der geliehenen Summen. Die Banken setzen sich regelmäßig in Besitz der hereingenommenen Wertpapiere, die Privatiers dagegen nicht.

Kommen wir auf die Zinsbildung bei der Coulisse zurück. Alle Banken des Consortiums geben das Geld zu dem angegebenen Satz und alle Coulissiers bekommen es zu demselben Satz. Die Banken lassen den persönlichen Faktor spielen, indem sie es glatt verweigern, Geld zu geben, wenn sie kein Zutrauen haben; ein verschiedener Satz nach der Bonität des Geldnehmers kommt nicht in Frage.

So kommt es, daß ein Coulissier, dessen Kredit schlecht geworden ist, oder über dessen Lage schlechte Gerüchte umlaufen, kein Geld finden kann und überall vergebens herumläuft, obwohl er tatsächlich eine Marge von 50 % seiner Engagements in Wertpapieren geben kann.

Diese Schwierigkeit für den Coulissier Kredit zu bekommen, kann auch in der Art der von ihm gehandelten Wertpapiere begründet sein. Die Bank, die Wertpapiere in Kost nimmt, hat 3 Sicherheiten: die hereingenommenen Wertpapiere, diejenigen der Marge und die Bonität des Coulissiers. Wenn die Bank meint, daß der Kurs der in Kost genommenen Wertpapiere einem möglichen baldigen Sturz ausgesetzt und als Pfand wenig geeignet sei, verweigert sie das Geschäft, obwohl sie vielleicht demselben Coulissiers andere Reports gewährt. Ein höherer Satz kommt für diese Wertpapiere nicht in Frage.

Es ist begreiflich, wie schwierig die Liquidation sein kann. Anderes Kapital, das an die Bedingungen der Banken nicht gebunden ist, kann in größeren Mengen innerhalb einiger Stunden nicht gefunden werden.

Verschiedene Mittel sind in Erwägung gezogen worden, um die Coulissiers für ihre Reportgeschäfte unabhängiger von den Banken zu machen, ihren Kredit zu erhöhen und sie in die Lage zu versetzen, Kapitalien leichter heranzuziehen.

Soll man bei der Coulisse, wie bei den Agents die Haftung des Syndikats errichten? Dafür müßte man den Coulissiers jede Spekulation, jedes Geschäft auf eigene Rechnung verbieten. Man müßte ihnen verbieten: die Emission an der Börse, die Anteilnahme an Spekulations-Syndikaten. Ihre Annahme bei dem Syndikat der Coulisse müßte schwieriger sein, und sie müßten der genauen Überwachung ihrer Chambre Syndicale unterworfen werden. Und so hätte man nebeneinander zwei Parquets, und eine neue Coulisse würde wahrscheinlich daneben entstehen. Es ist notwendig für neue Gesellschaften, den gewagten wirtschaftlichen Versuchen den Markt offen zu halten, und eine gewisse Unannehmlichkeit muß bei seiner Freiheit in Kauf genommen werden.

Eine andere Lösung ist von vielen Seiten vorgeschlagen worden (1), die Errichtung einer Reportkasse (2), deren Kapitalien zur Hereinnahme von Wertpapieren und zum Brechen der Macht der Banken dienen sollen. Der Schaffung dieses Fonds stehen große Schwierigkeiten gegenüber. Für die Aufbringung der Kapitalien darf nicht auf die Banken gerechnet werden, und die Coulissiers werden nie die großen Summen zusammenbringen können. Die größten Schwierigkeiten rühren daher, daß der Fond zwangsläufig fest ist, und der Bedarf der Spekulation sehr schwankend ist. Wenn die Kapitalien der Kasse dauernd als Report angelegt werden, decken sie nicht mehr die Spitzen und diese sind entscheidend. Wenn diese Gelder nur angewandt werden sollen, um gegen eine übertriebene Festsetzung des Zinses zu kämpfen, werden sie vielleicht nur zweimal im Jahr benutzt werden, und während einer zweimonatigen Anlage sollen sie eine Rendite erzielen, die auf das Jahr umgerechnet, normal wird. 10 Monate lang werden sie auf Sicht angelegt, um immer verfügbar zu sein, und sie werden einen sehr niedrigen Zins bringen. Es besteht noch die Frage, ob eine solche Kasse Geschäfte machen soll, die die Banken zurückweisen. Andere Mittel, wie eine Kreditversicherung oder eine Liquidationskasse können nicht eingeführt werden, solange die Stellungen der Coulissiers so verschieden sind und sich durch Spekulation von Tag zu Tag ändern können. Die Schwierigkeiten der Liquidation sind die Folgen der Selbständigkeit und der Freiheit, man kann nicht die Vorteile ohne die Nachteile haben.

---

1) Pierre Marseilhaut. La coulisse et sa réorganisation. Dissert. Paris 1930.
2) Als solcher Versuch darf nicht das Recht betrachtet werden, für jeden Coulissier seinen ursprünglichen Deposit beim Syndicat für seine Liquidation leihweise zurückzubekommen. Es sind 100.000 Frs. und dürfen auf keinen Fall mehr sein, was sehr gering ist.

E. Lombarde.

Das Effektenlombardgeschäft ähnelt dem Reportgeschäft. Doch treten wichtige Unterschiede auf. Das Lombardgeschäft wird in der Regel auf unbestimmte Zeit abgeschlossen, im Gegensatz zum Report, der immer auf fixen Termin, nämlich für den Zeitunterschied zwischen zwei Liquidationen, abgeschlossen wird. Bei dem Reportgeschäft erhält der Beleiher als Sicherheit die persönliche Haftung des Agents de change (und des Syndikats) bzw. des Coulissiers. Beim Report werden die Effekten für den vollen Wert beliehen (allerdings kann eine zusätzliche Garantie in Form einer zusätzlichen Effektenverpfändung als Marges stattfinden), während beim Lombard nur ein Teil des Wertes vorgeschossen wird. Das Reportgeschäft kann nicht mobil gemacht werden, beim Lombard ist es möglich, aber schwierig.

Während der Lombard nur als Vorschuß auf Effekten anzusehen ist, ist, wie gezeigt, der Report in der französischen Rechtsprechung als die Verbindung eines Kaufs- und Verkaufsgeschäftes zu betrachten, was jede Schwierigkeit bei der Veräußerung des Pfandes ausschließt.

Es ist bemerkenswert, wie das Lombardgeschäft in Amerika, in England, in Deutschland sowohl unter Banken, als auch zwischen den Banken und ihrer Kundschaft blüht bzw. blühte (1), während das Geschäft in Frankreich verhältnismäßig wenig betrieben wird.

Die französischen Banken pflegen diese Tätigkeit nicht gern, da sie darin oft etwas Zweifelhaftes und die Möglichkeit einer festen Anlage erblicken. Man muß sich vorstellen, wie der Diskont-Kredit dort leicht und jedem geöffnet ist. Jeder zahlungsfähige Kaufmann, der Waren verkauft hat, findet immer bei seiner Bank den nötigen Kredit, um seinen Wechsel

---

1) Nach den Erfahrungen der Krise, sieht die amerikanische Bankreform von 1933 eine starke Erschwerung der Effektenbeleihungen vor.

diskontieren zu lassen, und die Gewohnheiten des Handels ermöglichen immer die Ausstellung und die Annahme des Wechsels. Wenn also der Kunde aber für ein anderes Geschäft Geld haben möchte, sieht sich die Bank vor. Abgesehen von dem Fall, in dem der Kredit durch Wechsel unmöglich ist, (z.B. Lieferungen und Dienstleistungen an die öffentlichen Behörden) neigen die Banken leicht dazu, in dem Wertpapierentleiher einen Mann in Zahlungsschwierigkeiten zu sehen, oder einen Spekulanten, dessen Unternehmungen überwacht und gebremst werden sollen.

Die Banken ziehen vor, den Kredit in Form des Diskonts zu geben, weil diese Form leicht mobil gemacht werden kann, und eine dauernde Überwachung des Kredits erlaubt. Eine Effektenhinterlegung dient oft als Sicherheit für einen Diskontkredit.

Die große Möglichkeit zum Rediskontieren entweder bei einem anderen Institut, oder bei der B.d.F. ist Grund für die mäßige Entwicklung des Lombardgeschäfts unter den Banken. Die Bank, die keine anderen Mittel hat, als Effekten zu lombardieren, wird - mit Recht oder Unrecht - unter Vorbehalt ihrer Rechtfertigung, als in Zahlungsschwierigkeiten geraten, angesehen.

Ein Hauptgrund, warum das Lombardgeschäft wenig Ausdehnung genommen hat, muß in der juristischen Technik gesehen werden.

Zwei Vorschriften werden hier angewandt, je nachdem die Beleihung nach bürgerlichem Recht oder nach Handelsrecht erfolgt.

Die von den Banken an ihre Kunden, die nicht Kaufleute sind, gewährten Effektenbeleihungen werden durch den Paragraph 2074 Code Civil geregelt. Danach ist für die Wertpapiere auf Inhaber die Ausstellung einer öffentlichen Beurkundung oder eines acte sous seing privé enregistré (1) erforderlich, und für die Wertpapiere auf Namen eine Verzeichnis bei der Gesellschaft oder ein Sicherheitstransfer bei derselben und bei dem Schatzamt für die Staatsrenten.

---

1) Das bedeutet die Registierung einer von den Parteien privatschriftlich abgeschlossenen Vereinbarung zur Feststellung des Datums.

Die Urkunden (Mäntel und Couponbogen) sollen dem Beleiher überbracht werden und in seiner Hand bleiben. Für die Namenspapiere ist die Übergabe des Papiers und der Transferurkunde erforderlich. Es geht daraus hervor, wie kompliziert die Durchführung des Geschäftes ist.

Dazu kommt noch das Erfordernis, sich ein Gerichtsurteil (in Zivilsachen) mit der Erlaubnis, die Wertpapiere zu verkaufen, zu verschaffen, bevor man überhaupt an die Veräußerung des Pfandes denken kann. Diese Veräußerung soll im Wege öffentlicher Versteigerung vor sich gehen.

Praktischer sind die Vorschüsse an Kaufleute „pour les besoins de leur commerce" (1). Die handelsrechtliche Regel gilt bei den Geschäften unter Banken. Sie ist in den Paragraphen 92, 93 und 109 C.Comce formuliert. Danach kann der Beweis für den Abschluß des Vertrages durch den Briefwechsel oder durch die Buchführung erbracht werden, was eine starke Erleichterung bedeutet, aber der Paragraph 93 bestimmt, daß die Veräußerung erst 8 Tage nach Bekanntgabe an den Schuldner und im Wege öffentlicher Versteigerung stattfinden soll.

Diese Gesetzgebung erschwert bedeutend den Verkehr. 8 Tage für die Veräußerung des Pfandes bilden - mit dem damit verbundenen unvermeidlichen Zeitverlust - eine lange Zeitspanne, während deren sehr viel Verluste entstehen können. Ein Verlust, der durch schnelles Eingreifen gering gewesen wäre, wird empfindlich. Hoch sind auch die mit der Pfandveräußerung verbundenen Kosten.

Das System entspricht nicht mehr den Erfordernissen des Verkehrs - besonders unter Banken -. Es ist für bewegliche Sachen und für immaterielle Werte mit Privatcharakter (Forderungen, Namenswertpapiere)

---

1) So lautet die Formel für die Verträge, um zu zeigen und zu betonen, daß es sich um Geschäfte des Handelsrechtes handelt. - Es handelt sich oft um Wertpapiere im Besitz der Familie des Kaufmanns, die zu Gunsten des Kaufmanns verpfändet werden, sie sind dem Handelsrecht unterworfen.

gedacht, mit dem Gedanken, den Schuldner gegen die Überspannung der Gläubigerrechte zu schützen. Es trägt der modernen Entwicklung nicht genügend Rechnung und besonders unter Banken, die als Schuldnerinnen als geschäftstüchtig angenommen werden sollen und keinen besonderen Schutz brauchen.

Man versteht, daß unter Banken Verpfändungen von Effekten usw. stattfinden können, daß ein Markt im eigentlichen Sinn, mit regem Geschäftsverkehr sich aber kaum entwickeln kann.

Die B.d.F. nimmt einen großen Anteil am Lombardmarkt, denn sie untersteht einem besonderen, erleichterten Recht. Für die B.d.F. bildet das Lombard- neben dem Diskontgeschäft eine Grundlage für die Kreditverteilung an die Wirtschaft und wir haben gesehen, in welchem Umfang.

Sie gewährt Vorschüsse nur auf bestimmte Wertpapiere: Staatsrenten aller Art, Obligationen der Kolonien, der Eisenbahnen, der Stadt Paris, der Crédit foncier...Sie gibt nur einen Teil des Wertes und nur auf 3 Monate.

Eine Verordnung vom 15. Juni 1834 begünstigt sie in ihren Geschäften: sie kann die bei ihr als Sicherung deponierten Wertpapiere nach einer einzigen Mahnung an den Schuldner verkaufen.

Der Zinssatz der Vorschüsse bei der B.d.F. ist immer höher als ihr Diskontsatz, er hängt von der Rendite auf dem Rentenmarkt ab. Wenn der Satz zu niedrig festgesetzt würde, könnten Publikum und Banken folgendes Geschäft betreiben und den Geldumlauf unberechtigt erhöhen:

Nehmen wir an, der Zinssatz auf dem Kapitalmarkt sei 5 %, der Lombardsatz bei der B.d.F. 3 % und die B.d.F. würde 80 % des Wertes leihen. Man kann mit Fr. 100 ein Wertpapier von Fr. 5 Rente kaufen. Dies läßt man beleihen und bekommt Frs. 80, die 3 % d.h Fr. 2.40 an Zinsen kosten. Mit den Frs. 80 kann wieder Rente gekauft werden und sie bringen Fr. 4 im Jahr. In einem Jahr erhält man 5 + 4 = Fr. 9 Zinsen und Fr. 2.40 werden bezahlt. Die Rendite ist also 6,60 % (minus Unkosten) anstatt 5.

Der Zinssatz der B.d.F. dient den anderen Banken als Basis. Sie erhöhen den Satz um 1/2, 1 und 2 %, je nach dem Kunden und je nach dem Wertpapier, darüber bestimmen sie noch eine vierteljährliche oder halbjährliche Provision.

Die Banken erschweren das Geschäft, um es zu verdrängen. Wenn wir die Bilanzen 1926-1932 von C.I.C., Sté Gen., C.N.E.P. betrachten, die die Posten „gesicherte Vorschüsse" (1) von den Reports trennen, sehen wir, daß diese Vorschüsse 5-10 % des Wechsel-Portefeuille (inbegriffen B. der Nat. Verteidigung) ausmachen. Bei dem C.C.F. (der sich einer Spekulationsbank annähert) finden wir 15-35 %.

R. Reisch, Präsident der österreichischen Nationalbank, schreibt (2): „Nach meiner bereits mehrfach zum Ausdruck gebrachten Überzeugung, sind diese mit Lombardkrediten der geschilderten Art verbundenen Gefahren erheblich größer, als jene, die aus einer Überspannung der kommerziellen Kredite entstehen können... deswegen halte ich auch daran fest, daß die Notenbanken allen Grund haben, die Gebahrung der Kommerzbanken auf dem Gebiet des Lombardkredits im Auge zu behalten und gegebenenfalls nach Möglichkeit zu beeinflussen".

Dieselben Gedanken bilden die Grundsätze der französischen Banken und deuten an, warum diese das Lombardgeschäft nicht zu erweitern suchen. Eine monopolähnliche Begünstigung ist der B.d.F. gewährt worden, die sie zur Hauptkreditgeberin in dieser Form macht und ihr ermöglicht, das Geschäft besser zu überwachen.

W e c h s e l - L o m b a r d .

(Pensions d'effets)

Die großen Kreditinstitute machen das Geschäft nicht sehr gern und diskontieren lieber die Wechsel, als sie zu beleihen. Das Lombard kommt einer Fest-

---

1) allerdings werden die Vorschüsse auf Waren und Effekten nicht abgesondert.
2) R.Reisch. Ztschr.für Nat.ökon. Bd.I 1930, S.220.

legung gleich, und dagegen können die gekauften Wechsel rediskontiert werden.

Anders bei den ausländischen in Paris ansässigen Banken, in deren Länder solche Geschäfte auf dem Geldmarkt geläufig sind. Als diese Banken infolge der Francsverkäufe der B.d.F. gegen Devisen und infolge der ausländischen Fluchtkapitalien, die in Frankreich Sicherheit gegen die Krise und die englische und amerikanische Währungsabwertung suchten, über größere Francs-Beträge verfügten, schlugen sie den französischen Banken vor, ihnen Bankakzepte für gewisse Zeiten zu lombardieren.

Mit den Banken kommen auf den Markt die Eisenbahngesellschaften, die großen Gesellschaften und die Versicherungsgesellschaften. Sie schließen für die Beschäftigung ihrer zeitweisen großen Kassenreserven lieber Lombard- als Diskontgeschäfte ab, denn sie haben keine Inkassoabteilung, und sie möchten nicht auf den hereingenommenen Wechseln ihr Giro oder ihre Quittung erscheinen lassen.

Der Hineingeber verpflichtet sich, das Material zu demselben Zinssatz 8 Tage vor Fälligkeitstag zurückzunehmen. Diese 8 Tage haben zum Zweck, eine weitere Diskontierung an die B.d.F. zwecks Inkasso zu ermöglichen. Das Material, das nur aus besten Wechseln besteht (Bankakzept) wird vom Hineingeber blanko giriert und in demselben Zustand zurückgegeben. Die Geschäfte werden in Form von Doppeldiskont abgeschlossen. Diese Geschäfte haben während des Krieges und der Inflation sehr an Bedeutung eingebüßt. Nachher sind sie wieder in Gang gekommen, besonders mit dem Material der Bons de la Défense Nationale, die im nächsten Abschnitt behandelt werden.

Zu erwähnen sind an dieser Stelle die Lombardierung in Francs von Wechseln, die auf fremde Währungen lauten. Das sind Krediteröffnungen von französischen Banken zugunsten ausländischer. Solche Geschäfte bedeuten eine Kreditschöpfung in Frankreich auf Grund von Gütern, die im Ausland bereits vorhanden sind, oder hergestellt werden. Die ausländische Bank kann die Francs, die ihr auf diese Weise zur Verfügung gestellt worden sind, gegen nationale oder dritte

Währung verkaufen. Das kommt einer Einfuhr von Gütern gleich (siehe Kap. H. Devisenmarkt, I. Kapitalbewegungen. Seite 319).

Diese Geschäfte waren vor dem Krieg geläufig und besonders rege mit Deutschland. Rußland und die Mittel-Europa-Länder ließen sich öfters Saison-Ernte-Kredite auf dieser Basis eröffnen. Die Unsicherheit bedingt, daß diese Geschäfte nur selten wieder aufgenommen worden sind. Diese Lombarde von Auslandswechseln sind übrigens durch die Ausdehnung der Akzeptkredite vorteilhafter ersetzt worden.

Im Anschluß an die Behandlung der Lombardgeschäfte sei uns erlaubt, hier am Schluß, ungedeckte Kredite kurz zu erwähnen (1). Sog. Prêts secs werden (ohne Bildung eines Marktes) zu angemessenen Bedingungen an erste Banken für ein, zwei, drei Monate gegeben. Mit dem Ausland sind diese Geschäfte nicht selten und besonders mit Deutschland sind sie immer in Potenz. Die Geschäfte werden dann besonders am 18./20. des Monats für den nächsten Monat abgeschlossen.

Lombard von B D N.

Ein bedeutender Teil der Lombardtätigkeit spielt sich auf Grund der Bons de la défense Nationale ab. Solche Lombardgeschäfte sind unter Banken geläufig und besonders seitdem die kurzfristigen Bonds verschwunden sind. Die kurzfristigen Bonds werden durch kurzfristige Lombardgeschäfte auf langfristige Papiere ersetzt. Die Bonds lauten auf 2 Jahre und können bei der B.d.F. nicht rediskontiert werden - und nur schwer bei den anderen Banken - solange sie über 3 Monate zu laufen haben. Bis dahin bieten sie ein äußerst gutes Material für das Lombardgeschäft. Sie werden geläufig 1, 3, 6 Monate lombardiert.

---

1) Wir tuen es nicht im Kapital „Tagesgeld", weil es sich hier um verhältnismäßig langfristige Geschäfte handelt, also um Anlagen von Bankmitteln und nicht, wie bei Tagesgeld, um Geschäfte des Kassenausgleiches.

Wenn eine Bank über Bonds auf 10 Monate verfügt und für eine gewisse Zeit Geld braucht, wendet sie sich an einen Makler, der eine Bank als Hereinnehmerin sucht. Diese erhält die Bonds für 3 Monate. Das Geschäft kommt dadurch zustande, daß die beiden Banken gegenseitige Diskontrechnungen auf 10 und auf 7 Monate tauschen. Die geläufigsten Fristen sind 1 und 3 Monate.

Die Hineingeberin gewinnt in der Regel den Zinsunterschied, denn die Geldanlage in Bonds auf 2 Jahre fand zu einem höheren Zinssatz als die spätere Beleihung der Bonds für 3 Monate statt. Das Risiko ist, daß der jeweilige kurzfristige Zins für Anlagen auf 1 bzw. 3 Monate steigt und zwar über den durch die Zeichnung von Bonds auf zwei Jahre erhaltenen Zins. In den Jahren des billigen Geldzinses, die der Pariser Geldmarkt erlebt hat, konnte diese Tätigkeit ohne großes Risiko, als Prinzip, von einer Bank ausgeführt werden.

Ein bedeutender Hereinnehmer von Bonds de la défense Nationale in Lombard ist die Caisse des Dépôts et Consignations. Die Banken haben sehr viel zweijährige Bonds; es kann ihnen sehr wichtig sein, daraus Geld zu machen. Diese Sicherheit, nicht illiquid zu werden, wenn sie B.D.N. im Portefeuille haben, soll ihre Liquiditätsgrundsätze entsprechend gestalten und sie veranlassen, leichten Herzens Bonds zu zeichnen. Die Caisse des Dépôts et Consignations hat sich bereit erklärt, die langen Bonds in Lombard zu nehmen.

Die Bank verliert dabei nichts, und es ist für die Kasse eine Möglichkeit, für ihre Kapitalien eine sichere Anlage zu finden. Sie hat stets ein Portefeuille aus Bonds. Der Staat hat auch seinen Vorteil dabei, denn es kommen mehr Zeichner für seine B.D.N.

Diese Lombards auf der Kasse werden auf 1 Monat abgeschlossen, können aber erneuert werden und so sehr lange laufen. Der Zinssatz ändert sich nach der Marktlage. Die Geschäfte nehmen die Form eines Sicherungsverkaufs an (vente à réméré), zwei Rechnungen werden gegenseitig ausgestellt, eine für den Verkauf und eine für den Kauf mit einem Unterschied von einem Monat in der Zinsrechnung.

Die Geschäfte werden von Maklern (als Kommissionär) vermittelt, die von der Kàsse angenommen sind. Sie nehmen eine Provision von 1/16 %.

Es ist die Frage, in welchem Maß die Kasse die ihr vorgelegten Bonds hereinnehmen kann und will. 1930 hat sie nicht die von der Banque Nationale de Crédit angebotenen Bonds nehmen können. Die Banken, die bis dahin diese Geschäfte als gesichert betrachtet hatten, wurden davon berührt. Auf mündliche und offiziöse Fragen antwortete offiziös die Kasse, daß sie es in Zukunft machen könnte.

Auf die Frage, ob die Lombards, die bisher für die Banken keinen Verlust brachten, sich auch so in der Zukunft gestalten würden, d.h. ob die Kasse ihren Lombardsatz nicht über den Emissionssatz erhöhen und dadurch ein gewinn- zu einem verlustbringenden Geschäft machen würde, gab man eine weniger bindende Antwort.

In dem Maße, in dem die Banken ihre Bonds an die Kasse hineingeben können, kann diese Anlage als vollständig liquid betrachtet werden. Es besteht aber keine Verpflichtung seitens der Kàsse und der freie Markt kann größere Mengen nicht schnell aufnehmen. Im Gegenteil sogar, man würde dort bald nach der Herkunft der angebotenen Bonds fragen und die Furcht vor einem eventuellen Krach und den daraus entstehenden Schwierigkeiten am Geldmarkt würde den Lombardmarkt absperren.

F. Tagesgeld.

In Paris dient der Tagesgeldmarkt im Gegensatz zu London lediglich zur Kassenhaltung der Banken. Theoretisch muß sich eine gut organisierte Kassenhaltung auf Grund der am vorhergehenden Tage aufgestellten Schätzungen ausgleichen. Diese Schätzungen werden gemäß den verschiedenen Dokumenten, die die Bank erreichen, getroffen: Zahlungsanweisungen, Fälligkeiten der Bank, Zahlungsankündigungen für einen Dritten oder für Rechnung der Bank, Wechseldiskontierung am Monatsende, Zahlungen von Coupons, Zahlungen von ausgelösten Wertpapieren, Vorschüsse auf Wertpapiere, Reports und Teilnahmen an Finanzierungen, usw.

Es kommt vor, daß die Bank disponible Gelder hat, die sie erst in einigen Tagen braucht. Sie kann sie nicht in 2 oder 3 Monatswechseln anlegen. Die Bank kann eine Zinserhöhung erwarten, in diesem Falle wartet sie lieber einige Tage, um das Geld der vorgesehenen Anlage zuzuführen.

Um die Gelddisposition aufrecht zu erhalten, kann die Bank einen Teil ihres Portefeuilles rediskontieren, aber dies wird ihr nicht gefallen, wenn sie in den nächsten Tagen das Hereinkommen einer großen Summe erwartet. Sie würde dann für die hereinkommenden Gelder neue Dispositionen treffen müssen und vielleicht keine günstige Anlagemöglichkeit finden.

Wenn die Gelddispositionen am Abend getroffen sind, können sie immer durch andere Ereignisse geändert werden: es kann nämlich sehr gut sein, daß ein großer Geldeingang eintrifft, auf den man nicht gerechnet hatte, oder eine Verzögerung, oder daß ein erwarteter Geldeingang überhaupt nicht eintrifft. Es kann vorkommen, daß mehrere Kunden auf einmal unvorhergesehener Weise große Gelder zurückziehen und, daß andere, die gesagt hatten, daß sie Geld holen wollten, dies stehen ließen.

Jeden Abend stellt der Direktor der Geldangelegenheiten die wahrscheinlichen Zahlungen und Eingänge für den nächsten Tag auf Grund der Informationen jeder Abteilung auf. Er fügt den Schlußsaldo des Tages

hinzu und bestimmt so, was er nötig und was er zu viel hat. Dieser am Abend aufgestellte Plan wird am morgen auf Grund der eingehenden Post (8 1/2 Uhr und 10 1/2 Uhr) ergänzt.

Die Leihgeschäfte beginnen bei Eröffnung des Büros schon um 9 Uhr. Die Kassenchefs kennen dann ihr Defizit oder ihren Überschuß. Die Geschäfte dauern bis ungefähr 10 Uhr und manchmal viel länger, bis 11 Uhr (1), wenn der Markt schwierig ist. Es ist nicht unmöglich, daß einige Geschäfte sogar noch um 2 Uhr getätigt werden, wenn man wieder zu arbeiten beginnt; diese werden dann oft auf der Devisenbörsensitzung abgeschlossen. Man kann aber nicht mehr von einem Markt sprechen.

Von den Kassenchefs der Banken, die sich gegenseitig befragen, werden die Geschäfte immer telefonisch abgeschlossen.

Die Geschäfte finden nur unter Banken statt, die in Geschäftsverbindung sind und unter solchen, die vereinbart haben, solche Geschäfte zu tätigen. Die Kassenchefs haben eine Liste von den Häusern, mit denen sie arbeiten können und sie wissen, wie hoch ihre Direktion ihnen erlaubt, jedem auf der Liste befindlichen Haus zu leihen. Es haben sich Beziehungen unter Kassenchefs herausgebildet, daß sie ungefähr wissen, an wen sie sich an einem Tage der Woche oder des Monats oder in einer gegebenen Jahreszeit wenden können. Nach der Zusammensetzung ihrer Kundschaft und der Art ihrer Arbeit verzeichnen manche Banken gewisse saisonmäßige Spitzen in ihrer Kassenhaltung.

Man muß den Banken einige große Industrien und Handelsgesellschaften hinzufügen, die auf dem Markte zeitweilige Überschüsse anlegen.

Nicht alle Banken treten in derselben Weise auf

---

1) 11 Uhr ist fast ein kritischer Zeitpunkt, denn diese Zeit ist die späteste Grenze, um Wechsel bei der B.d.F. zum Rediskont vorzulegen. Die Banken, die Geld nötig haben, suchen dies zuerst auf dem Markt. Das Diskontieren bei der Bank von Frankreich ist weniger erwünscht, denn der Verlust kann nicht wieder gutgemacht werden.

dem Markt auf. Einige und besonders die großen Kreditinstitute erscheinen immer als Geldgeber oder enthalten sich jeder Geschäftstätigkeit. Sie setzen ihre Ehre darein, niemals Geld hereinzunehmen. Selbst Banken von weniger Bedeutung folgen auch diesem Prinzip und verwenden hauptsächlich den Rediskont bei der Bank von Frankreich um ihre Kassenhaltung auszugleichen. Es gibt sogar welche, die sich von dem Markt fernhalten und sich aus Prinzip weigern, an diesem Geschäft weder als Leiher noch als Verleiher teilzunehmen. In der Regel wird eine dauernde Inanspruchnahme von Tagesgeld schlecht beurteilt. Andere Banken, die mehr für das Geldverdienen sind und auch unbedeutender in ihrem Geschäftsumfang, finden, daß es ein billiges und praktisches Mittel ist, um sich Geld zu beschaffen. Man hat z.B. Perioden der ausgeprägten Liquidität des Marktes gesehen, an der eine solche Tochtergesellschaft einer Großbank die ein kleines, nur zum Teil eingelöstes Kapital hatte, fortwährend Tagesgeld nahm und ihr Handelswechselportefeuille so finanzierte. Der Kreis ihrer Geldgeber war groß, infolge der engen Beziehungen zu der Muttergesellschaft, die selbst aus Prinzip Tagesgeld nicht hereinnimmt.

Bemerken wir noch, daß die Bank von Frankreich keine derartigen Geschäfte macht und sich vollkommen außerhalb des Marktes hält; um ihn anpassungsfähiger zu machen, hat sie einigen Großbanken die Rediskontierung von Bankakzepten bis um 3 Uhr genehmigt.

Die Leihgeschäfte finden gewöhnlich direkt statt, aber es kommt vor, daß sie vermittels Makler getätigt werden. Sie nehmen für diesen Dienst keine Provision. Sie betrachten es als Reklame.

Die Tagesgeldgeschäfte werden durch Überweisungen über das Clearing erledigt, oder durch Übergabe von Überweisungsorder an die Bank von Frankreich.

Wenn die beiden Banken Mitglied der Chambre de compensation sind, gibt der Geldgeber dem Hereinnehmer die Summe durch „Versement" auf das Clearing. Dieses „Versement" nimmt die im Kapitel Clearing angegebene Form an. Das Geschäft wird in die Kompensation des Tages eingeschlossen und ändert letzten Endes den Saldo des Leihers und des Verleihers bei der

Banque de France. Am Tag danach überweist der Geldnehmer den gleichen Betrag durch die Chambre de compensation zurück.

Wenn eine der beiden Banken nicht Mitglied des Clearing ist, erledigt sich das Geschäft durch einen Scheck (mandat rouge) auf die B.d.F. Die kreditgebende Bank übergibt dem Schuldner einen Scheck über den geliehenen Betrag abzüglich Zinsen, der das Datum des Tages trägt, an dem das Geschäft getätigt wurde. Der Kreditnehmer übergibt seinerseits seinem Gläubiger einen Scheck (mandat rouge) für die volle Summe und mit dem Datum des nächsten Tages. Diese beiden Schecks (mandats rouges) werden auch alsbald an die B.d.F. geschickt, die mit dem Tage des Geschäftes den Kreditgeber belastet und ihn für den nächsten Tag erkennt und den Kreditnehmer mit dem Tage des Geschäfts erkennt und mit dem Datum des nächsten Tages belastet(1).

Diese Kredite sind Blankokredite, während in London z.B. die Tagesgelder nur gegen Stellung von Sicherheiten durch Wechsel und kurzfristige Papiere gegeben werden.

Zins. Aus dem Gesagten ergibt sich, daß die Zinssätze von Bank zu Bank und von Geschäft zu Geschäft sich ändern. Es gibt keinen offiziell notierten Zinsfuß, sondern nur einen geschätzten Durchschnittszins, der durch die Handelsberichterstatter der Zeitungen nach Rückfrage bei den Banken veröffentlicht wird. Die Zinssätze, die bekannt gegeben werden, geben nur einen Anhaltspunkt über die Lage des Marktes. Sie liegen gewöhnlich 1/2 bis 1 % unter dem Zinsfuß der B.d.F. Die Zinssätze und die, die als Grundlage für die Geschäfte gedient haben, sind Bruttozinssätze, indem darin die Einkommensteuer (impôt cédulaire sur le revenu 18 %) und die Umsatzsteuer (taxe sur le chiffre d'affaire, 2 % des bezahlten Zinses) inbegriffen sind. Wenn der Verleiher eine A.G. oder eine Kommanditgesellschaft ist, muß er die Steuer dem Fiskus abführen. Wenn im Gegensatz hierzu der Verleiher eine offene Handelsgesellschaft oder ein Privatbankier

---

1) Das ist der Vorgang, den man in Frankfurt Scheck-tausch nennt.

ist, so zahlt der Leiher die Steuern an den Staat, aber das bedeutet nicht, daß die Steuer in dem ersten Fall zu Lasten des Verleihers und im anderen Fall zu Lasten des Leihers bleibt. Das hängt ganz von den getroffenen Vereinbarungen ab, die genau angeben, wer schließlich die Steuer zahlt. Das Gesetz hat vorgesehen, daß die Steuern prinzipiell vom Leiher getragen werden sollen, aber das Gesetz läßt die Möglichkeit, die Steuer abzuwälzen. In der Regel wälzt der Verleiher die Steuer auf den Leiher ab, es sei denn, daß die beiden im Kontokorrentverkehr stehen. In dem Falle fällt die Steuer weg.

Diese Geschäfte finden, wie wir gesehen haben, ausschließlich aus Gründen der Liquidität statt, und sie scheinen nicht zur Geldschöpfung zu dienen.

Um den Sinn der Tagesgeldgeschäfte zu verstehen, wollen wir eine Bankbilanz unter der Betrachtungsweise der bargeldlosen Wirtschaft untersuchen.

Nach dieser Betrachtungsweise ist die Geldschöpfung mit dem „real" Kredit vom Gut-Verkäufer an den Käufer für die Zeit, während welcher der Verkäufer nicht den Gegenwert seiner Leistung zurückgekauft hat, verknüpft. Das Geld stellt die Forderung des Verkäufers dar, der ein Gut in die Volkswirtschaft gebracht hat, und diese Forderung an die Volkswirtschaft schließt das Recht in sich, von ihr einen entsprechenden Wert zu erhalten. Unter dieser Betrachtungsweise können wir eine Bankbilanz so schematisieren:

Schuldner-Käufer	Kasse	Gläubiger-Verkäufer Depositen
	Guthaben bei Banken	
	Debitoren	
	Wechsel	

Auf der Passivseite haben wir das Guthaben von denjenigen, die einen Wert in die Volkswirtschaft geliefert haben, und für sie ist das Guthaben Geld. Man

darf sich nicht durch die Erscheinung „Bankkapital" in den Bankbilanzen irre machen lassen. Das ist eine Forderung wie die anderen. Sie ist lediglich auf lange Sicht festgelegt. Sie kann wohl unter gewissen Voraussetzungen fällig werden.

Auf der Debetseite entstehen die Schuldner-Käufer durch den Kauf der Güter der Bank-Deponenten. Das ist klar für die Debitoren. Es trifft auch für die Wechsel zu. Diese stellen die Form einer verbrieften (anstatt buchmäßigen) Forderung gegen den Bezogenen (Warenkäufer) dar.

Der Posten „Kasse" ebenso wie der Posten „Guthaben bei Banken" im Debet stellen auch Forderungen gegen die Schuldner der Volkswirtschaft dar. Diese Posten entstehen aus der Tatsache, daß die Gläubiger-Verkäufer ihn der Bank überwiesen haben. Diese wollten ihr Konto bei der betreffenden Bank haben, während ihr Käufer sein Konto bei einer anderen Bank, die ihm Kredit eröffnet hatte, hat. Der Käufer erscheint bei dieser im Debet; an seiner Stelle erscheint in unserer Bilanz ein Konto, das den ursprünglichen Debet darstellt, ohne den Namen des Debitoren zu nennen - das „anonyme" Konto, „Guthaben bei Banken" -.

Der Posten „Guthaben bei Banken" ist durch Überweisungen, der Posten Kasse durch Zahlungen in Banknoten entstanden, aber im Grunde genommen sind beide von derselben Art. Die Banknote ist nur ein anonymer Buchungszettel der Notenbank.

Vom Gesichtspunkt der Gläubiger-Verkäufer aus ist die ganze Passivseite Geld, aber vom Gesichtspunkt der Bank aus ist nur die Gesamtheit der Posten „Kasse" und „Banken" Geld. Man sieht also das Problem der Liquidität erscheinen. Das Verhältnis zwischen dem Kredit, der durch andere Banken geschaffen wurde und bei den betreffenden erscheint („Kasse" plus „Banken") und dem Kredit, den die Bank selbst schafft, („Debitoren" und „Wechsel") oder was dasselbe bedeutet, zwischen „Kasse" plus „Banken" und der Summe der Gläubiger-Verkäufer, kann nicht beliebig sein. Die Bank muß imstande sein, die Forderungen übertragen zu können, deren Übertragung verlangt wird, und im gege-

benen Fall muß sie sie auch tatsächlich übertragen. Sie kann das nur, wenn sie über einen genügend hohen Betrag auf den Posten „Kassa" und „Banken" verfügt. Wenn diese Posten nicht ausreichend sind, (es kommt daher, daß die Bank ihren Quotenanteil in den Geschäften des Geldmarktes übersteigt und zuviel Geld und Kredit schafft, der bei den Konkurrenten erscheint (1), so erhöht die Bank, die ihre geldschöpfende Tätigkeit nicht einschränken will (weil die Spannung nur vorübergehend werden soll) ihre Posten „Kassa" und „Banken" durch Tagesgeldleihen. Die Bank, die so verleiht, bringt zu der Bank, die hereinnimmt, die Konten zurück, welche die erstere geschaffen hatte und ihr entflohen waren, oder die ihr entfliehen wollten, und bei der Tagesgeldgeberin erschienen. So stellt die Tagesgeldnehmerin ihr Liquiditätsverhältnis wieder her.

Diese Geschäfte finden fast ausschließlich über die B.d.F. statt, aber es ist eine reine Folge technischer Gewohnheiten. Die Geldgeberin konnte gerade so gut einen Scheck auf eine andere Bank geben, als wie auf die B.d.F. oder das Recht erteilen, auf sie selbst zu ziehen, wenn es die geldhereinnehmende Bank annimmt (2).

Man versteht also, daß der Tagesgeldmarkt besonders der Geldschöpfung der B.d.F. empfindlich ist. Er ist auch ebenso der Konjunktur unterworfen, die eine größere Liquidität in Depressionszeiten herbeiführt. Seine Lage hängt von der Ersparnisbildung und den politischen Ereignissen ab, die die Liquiditätspolitik der Banken beeinflussen.

Wir lesen in der Frankfurter Zeitung vom 28.10.34:

---

1) Auf der Passivseite der Bilanz erscheint dann ein Posten „Guthaben von Banken", der die Kredite darstellt, die, durch unsere Bank geschaffen, bei anderen erscheinen.

Kasse	Depositen
Bank	
Debitor	
Wechsel	Guthaben v.Banken

2) Solche Fälle haben wir schon erlebt in unserer Praxis.

„Die Haltung des Marktes war durch die Besorgnisse um die innerpolitische Entwicklung im Gefolge des Widerstandes gegen einen Teil der Verfassungsreformpläne Doumergues beherrscht, da man eine Gefährdung der Regierungsstabilität befürchtete. Der Tagesgeldsatz, bei dem diese Störung besonders stark bemerkbar ist, stieg von 1/2 % auf vorübergehend 1 - 1 1/2 %. Gegen Ende der Woche setzte sich aber eine weitgehende Beruhigung durch und die Geldsätze gingen auf den alten Stand zurück, der der tatsächlichen Geldfülle entspricht". Diese ausserordentlich schnelle Empfindlichkeit in einer sowie in der anderen Richtung ist sehr bemerkenswert umsomehr, als der Privatdiskont, der mehr an den offiziellen Zinssatz der B.d.F. gebunden ist, unter denselben Umständen unbeeinflußt geblieben ist.

Die Tagesgeldgeschäfte tragen die Schöpfung von Geld nicht in sich, wenigstens nicht auf eine direkte Art, nicht mehr als der Rediskont. Im Falle des Rediskontes tritt nur ein Wechsel in der Person der krediteröffnenden Bank ein. Beim Tagesgeldgeschäft haben wir nur die Zurückzurverfügungstellung an die Geldnehmerin des Kredits, den sie geschaffen hatte, und der sie verlassen hatte oder bald verlassen wollte.

Es ist in einem wie in dem anderen Falle eine zwischenbankliche Tätigkeit, die sich einzig und allein innerhalb des Bankensystems abspielt und zum Zweck hat, das Gleichgewicht zwischen den verschiedenen Banken wieder herzustellen. Tagesgeld wie Rediskontmärkte bilden Einrichtungen, die dazu dienen, das Gleichgewicht des Gesamtbankorganismus her- oder wiederherzustellen. Solche Einrichtungen haben als Endziel alle Banken des Platzes zu einem einzigen Organismus zusammen zuschweißen, um sie im gleichen Tempo arbeiten zu lassen.

Wenn eine Bank im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital mehr Kredit schafft als die anderen oder ihr Liquiditätsverhältnis mehr anspannt, wollen die Gläubiger-Verkäufer, nicht den Kredit bei ihr stehen lassen und selbst die alten Deponenten ziehen ihre Depots zurück. Die Bank ist gezwungen, viel Tagesgeld aufzu-

nehmen, das sie immer teurer zahlen muß, und sie ist in ihrer Kreditexpansion gehindert. Dadurch kann eine Bank nicht mehr Kredit schaffen, als ihr ihr Kapital und die Fähigkeit ihrer Leiter usw. erlauben.

Keine Bank kann die ihr durch die Gestaltung des Marktes gesetzten Grenzen überschreiten. Keine Bank, außer der Notenbank, kann allein die Ausdehnung des Kredites tragen und auch nicht allein Deflation treiben. Sie muß im Rahmen des Marktes handeln. Die Bank, die Tagesgeld gibt, verringert ihre Fähigkeit, Kredite zu schaffen und also einen Verdienst zu haben. Die andere dagegen - die Schuldnerin - hat die Möglichkeit, ihre Geschäfte auf einem höheren Niveau zu führen. Ein Zins bildet sich also als Preis für das Geschäft, und er weicht nicht von dem allgemeinen Zins des Geldmarktes ab - unter Berücksichtigung der Sicherheiten, der Frist usw., ebenso wie der Preis einer Ware derselbe ist in den Beziehungen der Fachkaufleute, die untereinander ihre Lagerbestände ihren finanziellen Verhältnissen anpassen und in den Beziehungen mit der Kundschaft - unter Berücksichtigung verschiedener Umstände wie Verpackung, Menge usw. - .

Diese Tagesgelder müssen durch ihre Labilität alle Banken in die Möglichkeit versetzen, jeden Augenblick ihre Mittel vollkommen zu verwerten, indem die Stimmungsschwankungen und die Änderungen in den Bedürfnissen der Kundschaft ausgeglichen werden.

So erscheint uns die Organisation des Londoner Geldmarktes in dieser Beziehung besser und solider zu sein. Daraus, daß dort der Tagesgeldmarkt nicht nur wie in Paris zum Spitzenausgleich außerhalb des Diskontmarktes dient, sondern zur Speisung des Diskontmarktes selbst, folgt, daß die Schöpfung von Geld auf dem Markte zweierlei verantwortlichen Kontrollen unterworfen ist: natürlich den Banken, die das Geld schöpfen und dann den Brokers mit Delkrederehaftung, die es weiter anlegen. Die Geldmenge wird von den Banken und den Maklern geregelt, und die Verteilung der Risiken wird einmal durch die Banken getroffen, die ihre Mittel unter die Makler und ihre Risiken nach Fälligkeiten, Geschäftszweigen und Unterschriften verteilen und das andere Mal durch die Makler

ducroire, die wie eine Drehscheibe alle Wechsel ausnahmslos konzentrieren, um sie zu sortieren und unter die verschiedenen Banken zu verteilen.

So ist das Kreditsystem enger und stärker verflochten, es entspricht den größeren Risiken bei einem Diskontmaterial, das hauptsächlich auf internationalen Geschäften beruht. Paris kennt verhältnismäßig wenig Papier ausländischen Ursprungs, seine Organisation konnte daher einfacher sein. Wenn Paris, wie London ein internationaler Akzeptkreditmarkt werden soll, werden sich wahrscheinlich die Beziehungen zwischen Banken und Makler enger verflechten müssen, um dem vergrößerten Risiko entsprechen zu können.

Wenn wir nochmals auf die Bedeutung des Tagesgeldmarktes hinweisen dürfen, um das Gleichgewicht, das durch die Schwankungen in der Laune und in den Bedürfnissen der Kundschaft gestört ist, wieder herzustellen und jede Bank in die Lage zu setzen, ihre Rolle im Rahmen des Marktes vollständig zu erfüllen, so wird man nach den Mitteln fragen, um den Pariser Tagesgeldmarkt breiter zu gestalten. Der Tagesgeldmarkt kann sich nur breit entwickeln, wenn die Geschäfte mit Sicherheiten verbunden werden können. Die französische Gesetzgebung über Sicherheiten ist aber sehr umständlich (1).

Es ist deshalb zu begrüßen, daß die B.d.F. beschlossen hat, die bons de la défense nationale zu lombardieren. Die Elastizität, die von einem engen offenen Markt aus kaum zu erwarten ist, wird durch Hilfsbereitschaft der B.d.F. gewährleistet.

---

1) Hierüber siehe das Kapitel über „Lombard".

G. Einfluß des Staates.

In Frankreich ist der Markt öffentlichen Eingriffen ebenso ausgesetzt wie in anderen Ländern.

Man kennt die Bedeutung der wöchentlichen Schatzscheinemissionen in London im Verein mit der Bank von England. In Deutschland plaziert die Seehandlung ihre Einnahmen aus den preußischen Steuern auf dem Geldmarkt, auf dem sie einen beträchtlichen Einfluß ausübt. Die Reichsbahn konzentriert ihre Kapitalien bei der Verkehrsbank, die einen wichtigen Faktor des Geldmarktes darstellt.

In Amsterdam „kann man sagen, daß die Staatskasse bzw. der ‚Agent van Finanzien' sich regelmäßig direkt am Geldmarkt beteiligt" (1). Das Schatzamt tritt nicht nur als Käufer und Verkäufer von Akzepten, oder als Verkäufer von Schatzscheinen (2) auf, sondern erscheint auch am Tagesgeldmarkt (3) als Kreditgeber und -nehmer.

Die Bank von Frankreich ist Bankier und Kassierer des Staates in einem. Alle öffentlichen Kassen liefern täglich ihre Einnahmen bis auf eine kleine Reserve an den „Trésorier payeur général" (4) ihres Departements. Dieser wiederum liefert seinen Kassenbestand an die jeweilige Filiale der B.d.F., von wo aus er dann an die Zentralstelle in Paris weitergeleitet und dem Konto des Schatzamtes gutgeschrieben wird. So vermischt sich der Einfluß des Staates mit dem der B.d.F. In ihrer Bilanz müssen sich daher die Operationen des Schatzamtes widerspiegeln. Weder kauft noch verkauft dieses jemals Papiere - abgesehen von Schatzschein- und Rentenemissionen - und nimmt an keinerlei geldmarktmäßigen Vorgängen irgendwelchen Anteil.

Das war nicht immer so. Die Finanzgebarung des

---

1) V.J.Schmitz, Der Amsterdamer Geldmarkt, 1931, S.23.
2) Bons du Trésor, im folgenden abgekürzt mit B.d.T.
3) Schmitz, a.a.O., S.28.
4) Nähere Angaben über diese Institution vgl. Allix Traité élémentaire de Science des Finances, Paris 1927, S.304.

Krieges und die Inflation verschafften dem Staat von 1914 bis 1928 einen überragenden Einfluß. Während des Krieges absorbierte er regelmäßig alle Mittel des Geldmarktes. Die Bons de la défense nationale (1) kamen zu den alten B.d.T. hinzu und ersetzten die Handelswechsel in den Portefeuilles der Banken. Heute hat dies aufgehört, und die Masse kurzfristiger Bons wurde in zweijährige umgewandelt.

Sehr interessant war die Tätigkeit des Schatzamtes auf den Geldmarkt durch Einrichtung von Girokonten. Um die dauernden Defizite der Staatskasse zu decken, erhielt das Schatzamt 1920 das Recht, den Banken sowie jedem der ein Depot eröffnen wollte, Kontokorrente einzuräumen. Zur Zeit der Stabilisierung dienten diese Konten dazu, die durch den Kauf von Devisen durch die B.d.F. geschaffenen Franken wieder aufzufangen, um sie an die B.d.F. zurückzuführen.

Interessanterweise bildete ihr Zinssatz für den Markt eine Mindestgrenze, die nicht unterschritten werden konnte. Wir brauchen uns hier nicht mehr damit zu beschäftigen, weil es sich dabei um einen jetzt bereits abgeschlossenen Zeitabschnitt handelt.

Der Einfluß des Staates macht sich direkt bemerkbar durch die Ausgabe von B.d.T., (durch die Politik der „Caisse autonome d'amortissement" (Amortisationskasse) und durch das System der Spar- und Depositenkassen (2).

---

1) Bonds der Nationalen Verteidigung, im folgenden abgekürzt mit B.d.Nat.

2) Die Kreditgenossenschaften können hier übergangen werden, weil die unausrottbare individualistische Einstellung so stark ist, daß d.Kreditgenossensch. weder im Dorf noch in d.Stadt größere Bedeutung zu erlangen vermochten. Die individual.Einstellung d. Franzosen läßt sich schwer mit dem Gemeinschaftsgeist der Genossenschaft vereinen, u.so hat d. genossenschaftl.Gedanke, der seit einigen Jahrzehnten in Deutschland blüht, in Frankreich keine tiefen Wurzeln schlagen können.

a) Die „Bons du Trésor".

Die B.d.T. bilden in normalen Zeiten das einfachste Mittel für jede öffentliche Finanzwirtschaft, ihre Einnahmen mit den Bedürfnissen des Augenblicks in Einklang zu bringen. Der Eingang der Steuern wechselt je nach der Natur ihrer Aufstellung und Erhebung sowie mit der Wirtschaftslage. Einnahmen aus Anleihen häufen sich im Moment der Zeichnung. Schließlich aber sind die vom Staat zu finanzierenden Ausgaben abhängig von den Staatsaufgaben. Sicherlich müssen sich beide, Einnahmen und Ausgaben, am Schluß der Rechnung ausgleichen. Leicht aber kommen zeitweilige Abweichungen vor (1).

Die B.d.T. haben zum Zweck, dem Zustand abzuhelfen. Zur Zeit der Ausgaben gibt das Schatzamt die nötigen B.d.T. aus, die meist beim Eingehen der vorausgesehenen Einnahmen fällig werden, diese dienen zur Einlösung der B.d.T.

Diese B.d.T. sind kurzfristige Papiere mit 1-12 monatlicher Laufzeit und niedrigem Zinsfuß. Der Zins wird vom Einkaufspreis abgezogen. Eine mehr als ein-

---

1) Man kennt die monatl.Steuererträge, aber zur Schätzung d.monatl.Ausgaben müssen Mutmaßungen aufgestellt werden. Die Zusammenstellung der beiden kommt voll und ganz zum Ausdruck in den Bewegungen des Kontos des Schatzamtes bei d.B.d.F. Folgende charakteristische Variationen können festgestellt werden:

25.1.29	6 612 Mill.	27. 6.30	3 043 Mill.
28.6.29	5 010 "	30.10.30	6 430 "
29.11.29	8 368 "	30. 7.31	4 743 "

(nach Wirtschaftsdienst, H.12, 20.3.31 S.507). Der Saldo wächst im Herbst u.Winter u.vermindert sich im Sommer. Das Etatjahr beginnt seit 1930 am 1.4. Im April u.Mai kommen die Eingänge aus den indir.Steuern u.sie sind relativ niedrig. Im Mai u.Juni steigen sie durch den Zustrom an direkten Steuern, die Bewegung hält b.Okt/Nov. an um dann wieder bis zum Ende des Etatjahres zu fallen.

jährige Laufzeit ist normalerweise nicht vorgesehen. Diese Papiere wurden schon vor dem Kriege hauptsächlich von den Banken, Eisenbahngesellschaften, großen Warenhäusern etc. gezeichnet. Die Emissionen wurden bei dieser Kundschaft während des Krieges weitergeführt, aber der minimale Zinsfuß hatte diese Quellen fast ausgetrocknet; erst 1918 wurden die Zinsen erhöht. An ihre Stelle traten die B.d.Nat., welche mehr Vorteile boten, vor allem den der Rediskontfähigkeit bei der B.d.F., während die B.d.T. diese Eigenschaft nicht hatten und aus diesem Grunde eine monatelange Illiquidität hervorrufen konnten (1).

Um die Gefahren einer zu großen schwebenden Schuld zu vermeiden, setzte vor dem Kriege das Budgetgesetz jedes Jahr den Höchstbetrag der auszugebenden B.d.T. fest. Seit 1911 betrug das Maximum jährlich 600 Millionen, ab 1915 hörte dagegen jede Beschränkung überhaupt auf.

Das Gesetz vom 3. April 1926 bestimmte den Umlauf an B.d.T. auf 5 Milliarden mit mindestens 1-monatlicher und höchstens einjähriger Laufzeit bei einer Stückelung von 100 000 Francs. Vom 4. Februar 1927 ab wurden diese Emissionen als Folge des Wiedergesundungswillens des Schatzamtes völlig eingestellt.

Das Schatzamt spielte damals eine ganz andere Rolle. Die von Poincaré unternommene Finanzreform zur Sicherung der Stabilisierung hatte die Finanzschrauben fest angezogen und bedeutende Ersparnisse erzielt. Die Überschüsse der Jahre 1926 bis 29 bildeten eine Reserve, die im November 1929 mit 19 Milliarden am höchsten war. Davon bestanden ungefähr 10 Milliarden aus Devisen, der Rest aus Francs, die teils bei der B.d.F. und teils auf dem Markt untergebracht waren. Das Schatzamt war also Kreditgeber! Der Zustand konnte nicht dauern. Bald war die Reserve aufgezehrt und die B.d.T. erschienen von neuem, um die Defizite der folgenden Jahre zu decken.

Das Haushaltsjahr 1930/31 hinterläßt ein Defizit von 2 600 Millionen; 1931/32 sind es 4 Milliarden und

---

1) Seit dem 22.2.25 sind sie bei der B.d.F. lombardfähig.

im folgenden Jahr zwischen 7 und 8 Milliarden. Ende des Frühjahrs 1932 gab es keine kürzeren als zweimonatige Bonds, die Schwierigkeiten des Schatzamtes aber wurden immer größer. Man gab kurzfristige Bonds heraus unter gleichzeitiger Gewährung eines höheren Zinses. Ende 1932 erreichte die Gesamtsumme der ausgegebenen B.d.T. beinahe 10 Milliarden (1). Diese Zahl stieg am 30.9.33 auf 14 736 Millionen, und am 30.10.33 betrug sie 14 189 Millionen (2). Seither trat eine fühlbare Ordnung der Finanzen ein und das Defizit hat sich beträchtlich vermindert. Die „Frankfurter Zeitung" läßt sich am 17.10.34 aus Paris telegraphieren: „.... der Umlauf der gewöhnlichen Schatzscheine konnte im Laufe des letzten halben Jahres von 15 auf 10 Milliarden vermindert werden".

Das Jahr 1935 wird eine höhere Inanspruchnahme des Geldmarktes durch die öffentlichen Finanzen zeigen (3). Nach der „Frankfurter Zeitung" (Pariser Mitteilung vom 5.1.35) „schätzen vertraute Kenner der französischen Verhältnisse den Umfang der Mittel, die die französische Regierung im Laufe des nächsten Jahres nicht auf dem Steuerwege erlangen kann, sondern sich durch Kreditaufnahme beschaffen muß, auf annähernd 20 Milliarden Frs." Bei dem neuen Zusammentritt des Parlaments anfangs 1935 „wird die Regierung die schon angekündigte Erhöhung der Emissionsgrenze für die Tresorbonds von 10 auf 15 Milliarden vorschlagen" (Meldung der „Frankfurter Zeitung" am 4.1.35 aus Paris).

Die Schatzscheinausgabe bedeutet die Absorption eines Teiles der am Geldmarkt verfügbaren Mittel

---

1) La réforme économique. 15.2.33. Conférence Lecarpentier, La situation financière et le problème budgetaire.

2) Rapport Marcel Regnier, au nom de la commission des finances chargée d'examiner le projet de loi adopté par la Chambre des Députés, tendant au rétablissement de l'équilibre budgetaire. Journal officiel. 17.12.33.

3) s.am Ende des Kapitels „B.d.F." Die Gründe der neuen Lombardpolitik der B.d.F.

durch den Staat und ihre Verwendung durch ihn. Ihre Folge ist somit eine Verknappung des Geldmarktes für die anderen Teilnehmer des Marktes, sobald der Staat die so gewonnenen Mittel verwendet.

Man begreift, wie ein so wichtiger Kreditnehmer wie der Staat den Markt zu beeinflussen vermag. Dieser Einfluß unterliegt gewissen Saisonschwankungen. In der ersten Jahreshälfte herrscht der saisonmäßige Tiefstand der Steuereingänge und veranlaßt eine vorübergehende Ausdehnung des Schatzscheinumlaufes, und eine entsprechende Belastung des Marktes.

Die Zinsen der Schatzscheine werden durch Verordnungen festgesetzt. Ende Mai bzw. Anfang Juni 1934 fand eine Zinssenkung statt. Nach der „Frankfurter Zeitung" (vom 7.10.34) wurden die Sätze noch einmal gesenkt und zwar festgesetzt auf

1/2 % für B.d.T. bis zu 1 Monat
1 % " von 1 bis 2 Monate
1 1/2 % " " 2 " 3 "
2 3/8 " " 3 " 12 "

Wie J.Rueff (1) bemerkt, behindert der schwerbewegliche Zinssatz für B.d.T. und B.D.Nat. (2) die Handlungsfreiheit der B.d.F. am Geldmarkt.

Wenn die Bankiers ihre Liquidität verbessern wollen, können sie entweder Effekten oder B.d.Nat. bis zu 3 Monaten bei der B.d.F. rediskontieren oder aber sie unterlassen am Fälligkeitstermin die Erneuerung der B.d.Nat. oder der B.d.T., die sie im Portefeuille haben. In jedem Fall kostet sie das Geld, das sie sich so verschaffen, den Zins dieser Anlagen und natürlich ziehen sie die billigste vor. Der Zinssatz der B.d.F. richtet sich sehr stark nach dem Zinssatz des Geldmarktes. Das ist bei den Sätzen der beiden Bondsarten nicht der Fall; sie werden durch ministerielle Verordnungen festgesetzt. Sie sind ziemlich

---

1) Revue Politique et Parlementaire. Juli 1926, Le mécanisme de l'éscompte et le Taux des B.d.Nat.
2) Über diese Bonds vgl. weiter unten, unter „Amortisationskasse". Wir bringen hier einiges über die beiden Bonsarten, was im nächsten Kapitel keinen Platz hat.

starr, während die des freien Marktes beständigen Schwankungen unterliegen. Übersteigt der Marktsatz diesen - starren - Satz, so erneuern die Banken die in ihrem Portefeuille vorhandenen Bonds nicht, und das Schatzamt kann sich die nötigen Summen nicht mehr verschaffen.

Das englische System stellt dagegen die vollkommene Übereinstimmung zwischen Emissionsinstitut und Schatzamt dar. Die schwebende Schuld wird dort durch wöchentlich stattfindende öffentliche Versteigerungen ausgeglichen, bei denen die Bank von England für Rechnung des Schatzamts als Verkäufer auftritt und nur die günstigsten Angebote berücksichtigt. Diese Methode sichert dem Schatzamt die nötigen Mittel, allerdings zum Marktzins; es muß sich ihm anpassen.

Die Kurven des Zinses für Primawechsel und des Emissionszinses der Bons können sich nicht allzu sehr voneinander entfernen, weil ein von einer großen Bank akzeptierter Wechsel fast gleichwertige Garantien bietet wie die Bonds.

Es ist nie vorteilhafter, die Liquidität durch Zurückziehung der Kredite an den Makler aus dem Markt herzustellen (was einem Verkauf guter Wechsel am Akzeptmarkt gleichkommt), als durch Nichtverlängerung von Schatzscheinen.

Eine solche Zusammenarbeit von Notenbank und Schatzamt wäre in Frankreich zu wünschen. Sie ist indessen wegen des starren Zinssatzes der schwebenden Schuld nicht möglich. Und dies verhindert eine Kontrolle des Geldmarktes durch die B.d.F., weil eine energische Kreditrestriktionspolitik ohne weiteres zu einer Krise des Schatzamtes führen würde. Man begreift, daß die B.d.F. zögerte, einen Geldmarkt zu kontrollieren, auf welchem ihre Interventionen nur schwerste Verwirrungen anrichten könnten.

Bis jetzt konnte man nicht wegen der Kundschaft der Landbevölkerung, die ihre Barmittel gern in B.d.T. oder B.d.Nat. anlegt, die Zinsgestaltung beweglicher machen, und es schien unmöglich, auf diese Kundschaft zu verzichten. Einmal verloren, würde es schwer halten, sie wieder zu gewinnen, wenn man sie eines Tages brauchte.

Bedenkt man aber, daß eine große Anzahl Bons heute direkt im Besitz der Banken ist,so ließe sich die nötige Übereinstimmung zwischen B.d.F. und Staat unschwer herstellen, sobald der Staat auf die Kundschaft der Landwirtschaft verzichtete.

b) Caisse autonome d'Amortissement.

(autonome Amortisationskasse).

Einen wichtigen Faktor auf dem Geldmarkt bildet die Politik der „Caisse autonome de gestion des Bons de la Défence Nationale et d'amortissement de la dette publique". Ihre seit der Gründung unermüdliche finanzielle Aktivität und die Unmasse an Kapitalien, die durch ihre Hände geht, und von ihr den verschiedensten Bestimmungen zugeführt wird, wirft interessante wirtschaftliche und geldtheoretische Probleme auf. Die Caisse autonome wurde am 10.8.1926 zur Sanierung der öffentlichen Finanzen geschaffen, und zwar hauptsächlich zur Tilgung oder Konvertierung des größten Teils der schwebenden Schuld, nämlich der B. d.Nat.

Da der Staat die Kredite der B.d.F. nicht allzu sehr in Anspruch nehmen konnte und durfte, mußte die Regierung zu einem anderen Mittel greifen, um die Staatskassen aufzufüllen. Schon immer gab es die B.d.T., deren Käufer hauptsächlich die Banken waren. Finanzminister Ribot (1) entschloß sich, diese Käuferschicht zu erweitern und die ganze Bevölkerung zu erfassen. So schuf er neben der B.d.T., die ihre Bedeutung verloren, ein neues Papier, eben die B.d.Nat., die eine Menge Vorteile boten.

Eine Verordnung vom 13.9.1914 setzte die Stückelung auf 100, 500, 1000, 10 000 und 100 000 Francs fest. Seit dem 15.8.1915 gab es sogar solche zu 5 und 10 Frs., aber diese wurden 1922 abgeschafft. Sie hatten zuerst eine Laufzeit von 3, 6 und 12 Mona-

---

1) Der Vollständigkeit halber sei hier erwähnt, daß diese Ansicht bestritten und andere als Erfinder der B.d.Nat. genannt wurden.

ten. Dann wurde durch die Verordnung vom 7.4.1918 die geringste Laufzeit auf 1 Monat gesenkt, um wie M. Germain-Martin (1) schrieb: „faciliter entre le Trésor et le public une sorte de compte-courant permanent de l'épargne disponible ou en attente d'emploi".

Die B.D.Nat. boten den Vorteil eines verhältnismäßig hoch festgesetzten Zinssatzes, der dem Staat eine Höchstsumme an Zeichnungen sicherte.

Noch andere Vorteile waren den Zeichnern geboten. Die Zinsen waren im voraus zahlbar, so daß also ein Satz von 5 %, tatsächlich bei einjährigen Bons 5,596 % ausmachte, und außerdem waren die Bons einkommensteuerfrei. Sie lauteten auf den Inhaber und der Betrug des Fiskus durch Steuerhinterziehung hatte leichtes Spiel. Im Gegensatz zu den B.d.T., waren die B.d.Nat. für die letzten 3 Monate ihrer Laufzeit bei der B.d.F. rediskontierbar.

Das Schatzamt begnügte sich nicht damit, die Bons bei den Banken zur Zeichnung aufzulegen oder durch deren Vermittlung dem Publikum anzubieten. Die Postämter, die Fahrkartenschalter der Bahnhöfe, die Notare und Steuerämter wurden herangezogen, um die ganze Bevölkerung zu gewinnen. Mehr als 40 000 Schalter oder Zeichnungsstellen wurden für diesen Zweck mobil gemacht und eine anschnliche Provision war damit verbunden.

Die Banken zeichneten beträchtliche Summen und waren froh, eine Anlage für die Depositen ihrer Kundschaft zu haben, denn „die Kontokorrentkredite und Depositen stiegen infolge der Inflation. Der Überschuß an monetärem Sparkapital, der vor 1914 ins Ausland abgeflossen war, blieb nun im Lande. Gleichzeitig gingen die Anlagemöglichkeiten zurück. Die Geschäfte wurden meist in bar abgeschlossen und es ist eine allgemeine Erfahrung, daß, wenn die Wirtschaft aus einer anderen Quelle, vielleicht vom Staat, leicht Kredit erhält, sie nicht zu den Banken geht: das Portefeuille der Banken an Handelswechseln wurde größtenteils durch B.d.Nat. ersetzt. Der Bericht des

---

1) Germain-Martin, Les finances publiques de la France et la fortune privée. S.150.

„Crédit Industriel et Commercial für 1927" berichtet über die Situation um diese Zeit: „Le règlement au comptant reste d'un usage presque courant. Le volumen du papier nouvellement créé et les 130 millions qui figurent sous la rubrique ‚effets à recevoir' se composent en grande partie de B.D.Nat. à court terme".

Das war recht bequem für die Banken, denn sie konnten auf diese Weise die Fälligkeitstermine für nahe beieinander liegende Daten und für das ganze Jahr aufstellen. So konnten sie mit regelmäßigen Einkünften rechnen, die sie je nach dem Stand ihrer Kasse entweder in bar behielten oder wieder zu neuen Zeichnungen verwendeten. Hatten sie zufällig zwischen zwei Terminen Kapital nötig, so konnten sie Bons bei anderen Banken rediskontieren oder lombardieren. Ein umfangreiches und lebhaftes Geschäft entstand so zwischen den Banken, und die täglichen Umsätze erreichten beträchtliche Summen.

Die B.D.Nat. wurden auf dem Markt „Horsbanque" durch Vermittlung der Makler, wie andere Wechsel gehandelt. Der Zinssatz war an die Fälligkeit gebunden. Bons mit weniger als 1 Monat Laufzeit wurden zum Zeichnungskurs der einmonatigen Bons unter Berechnung der Provision und der im voraus bezahlten Zinsen oder zu einem etwas höheren Satz gehandelt. Das gleiche galt für Bons von 3 und 6 Monaten.

Der höhere Zinssatz läßt sich aus der Leichtigkeit erklären, mit der man am Markt, je nach Bedarf, durch Kauf von 15, 20 und 45-tägigen Papieren die Fälligkeit exakt abstufen konnte, während man nur solche von 1, 3 und 6 Monaten zeichnen konnte.

Andererseits waren die Banken am Verkauf der kurzfristigen Bons interessiert, um dafür langfristige zu zeichnen, die billiger waren.

Der Marktsatz folgt dem Emissionssatz mit geringem Abstand und richtete sich nach demjenigen, der ihm zeitlich am nächsten lag: Die Bons, die 45 Tage zu laufen haben, werden zu einem Satz diskontiert, der sich nach dem Emissionssatz der 1-monatigen Bons richtet. Die Bons, die 80 Tage zu laufen haben, werden zu einem Satz diskontiert, der sich nach dem

Emissionssatz der 3-monatigen Bons richtet.

In der Folge mußten sich wieder normale Geschäftsformen durchsetzen, einmal weil die Wiederkehr der Wirtschaft zu normalem Zustand es erforderte und zum anderen, weil die Tätigkeit der autonomen Amortisationskasse darauf hinaus ging, diese Masse an diskontfähigen Bons abzuschaffen.

Die Bons hatten den größten Erfolg auch beim Publikum, das auf diese Weise sein Geld ohne Unkosten anlegte, und zwar in einer Form, die vorteilhaft, immer liquid und noch dazu viel diskreter als ein Bankkonto war.

Unmöglich kann man feststellen, welcher Teil der Bons bei den Banken und welcher in den Händen des Publikums war. Bei der ungeheuren Anzahl von Schaltern zur Zeichnung, zur Auszahlung und zum Umtausch der B.D.Nat. war es nicht einmal möglich, die Höhe des Umlaufs an einem gewissen Zeitpunkt genau festzustellen, es sei denn mit großer Verspätung.

Die Bons stellten eine kurzfristige schwebende Schuld dar, welche für die Staatskasse eine ständige Gefahr war. Als das Vertrauen schwand, überstiegen die Auszahlungen die Neuzeichnungen, und der Staat mußte die B.D.F. zu Hilfe rufen, was die Inflation nur noch steigerte.

Nach verschiedenen fruchtlosen Versuchen (1) wurde das Ministerium Poincaré gebildet, welches das Vertrauen wieder herstellte, die Finanzen in Ordnung brachte und den Franc stabilisierte. Poincaré ließ unter Anwendung des Sachverständigenentwurfes (Plan des Experts) das Gesetz vom 7.8.1926 zur Schaffung der Amortisationskasse abstimmen, welche mit der Verwaltung und Tilgung der Bons sowie mit ihrer Zinszahlung betraut wurde. Hierzu erhielt sie besondere Einnahmequellen. Wie Poincaré sagte, vollbrachte er damit eine Teilung zwischen „les legs du passé et le reste de la dette publique".

Die Amortisationskasse ist autonom, und das Gesetz vom 10.8.1926 gibt ihrer Unabhängigkeit die

---

1) Vgl. über diese Epoche Lachapelle, Le crédit public, Paris 1932.

verfassungsmäßige Garantie. Sie ist kein Anhängsel des Schatzamtes, sondern hat eigene Geldquellen und eigenen Kredit. Diese starke Autonomie hatte einen psychologischen Zweck; sie sollte den Kredit der Kasse von dem des Staates trennen und damit das Vertrauen des Publikums gewinnen und die Erneuerung der Bons erleichtern.

Zur Verwaltung der Amortisationskasse wurde ein Verwaltungsrat, bestehend aus 21 Mitgliedern, bestellt, der in zwei Komitées von je 10 Mitgliedern eingeteilt ist: ein finanzielles und ein technisches. Dieses letztere befaßt sich mit der wirtschaftlichen und technischen Verwaltung des Tabakmonopols. Das erste setzt sich zusammen aus einem vom Senat bestimmten Senator als Präsidenten, einem von der Kammer bestimmten Abgeordneten (dem Vizepräsidenten), dem Gouverneur der B.d.F., dem Direktor der „Caisse de Dépôts et consignations", dem Ministerialdirektor des „Mouvement général des fonds", dem „Syndic des agents de change", dem Präsidenten der „Association nationale des Notaires", einem Vertreter der Großbanken und einem Trésorier payeur général - die beiden letzten vom Ministerium ernannt - sowie einem Sekretär; lauter Persönlichkeiten, deren Kompetenz und Mitarbeit die Anpassung der Politik der Amortisationskasse an die allgemeine wirtschaftliche Lage und die des Geldmarktes aufs glücklichste beeinflußt hat.

Als Einkommensquellen hat die Kasse die Erträgnisse aus dem Tabakmonopol, dessen vollständige Verwaltung (finanzielle, technische, kaufmännische) ihr unterstellt ist (1,2). Dabei kommt es darauf an, möglichst viel herauszuschlagen.

---

1) Diese ganze Gründung bildet einen starken Stoß gegen d.Prinzip d.Budgeteinheit, aber um den staatl. Kredit u.den der Kasse voneinander zu trennen, wurde darüber hinweggesehen.
2) Das Tabakmonopol ist bei weitem die größte Einnahmequelle der Kasse. 1933 war sein Reinertrag, der sehr stabil ist, 3.286 Millionen Frs. Der Ertrag d.Erbschaftssteuer belief sich auf 1 816 Mill. Francs.

Sie erhält ferner die Einnahmen mehrerer Steuern, der Besitzverkehrssteuer (taxe complémentaire et exceptionelle sur la première mutation) (7 %), der Erbschafts- und Nachlaßsteuer (droits de mutation par décès et taxe successorale), die je nach dem Grad der Verwandtschaft 25 bis 40 % ausmacht. Der Staat stellt die Erträgnisse dieser Steuern der Amortisationskasse zur Verfügung, aber er ist nicht dazu verpflichtet, Steuerbemessungsgrundlage und Steuersätze aufrecht zu erhalten. Er kann vielmehr, wenn es die Wirtschaftslage erfordert, diese Steuern aufheben oder modifizieren. Allerdings muß er dann einen Posten ins Budget einstellen, der der Kasse einen ebenso großen Betrag zu sichern vermag wie ihr Einkommen des 1. Jahres. Außerdem gewährt ihr der Staat jährlich zusätzliche Summen, und sie erhält die Budgetüberschüsse, wenn welche vorhanden sind. Ihr selbständiger Charakter erlaubt ihr auch, Spenden und Stiftungen anzunehmen. Schließlich seien als Einnahmequellen noch genannt: Einnahmen aus Lotterien, das Vermögen der alten Amortisationskasse von 1816, ferner aus der Einziehung von Münzen, die wegen verbotenen Handels beschlagnahmt wurden. Das Gesetz vom 7. April 1930 sprach ihr, in Anerkennung der Haager Abmachungen vom 31. August 1929 und 20. Januar 1930 schließlich noch die Einnahmen aus der Young Anleihe zu, und diese bildeten 1930 eine ihrer Haupteinnahmequellen.

Der Vertrag vom 23. Juni 1928 gewährte der Amortisationskasse eine jährliche Zahlung aus dem Budget in Höhe von 1 % der nicht amortisierten Bons sowie den Gewinn aus der Silberprägung. Hinzu kommen noch die Kasseneinnahmen aus zusätzlichen Bonsemissionen.

Zu ihren Lasten gehen dagegen die Betriebskosten des Tabakmonopols, die Zinszahlungen der Bons und die eventuellen Überschüsse der Bonseinlösung über die Bonsausgabe.

Der Zinsfuß der Bons wird durch Verordnung nach der Beratung des Verwaltungsrates festgesetzt. Als öffentliche Verwaltung hat die Amortisationskasse ihr Konto bei der B.d.F.

Der Bonsumlauf wird jedes Jahr um die getilgte Summe vermindert. Er darf in jedem Jahre den niedrig-

sten Stand des vorhergehenden Jahres nicht überschreiten - unter Berücksichtigung einer Überschreitungserlaubnis von 6 % des Umlaufs.

1. Aktion der Amortisationskasse auf dem Geldmarkt.

Die Laufzeit der Bons wird verlängert. Am 1. Oktober 1926 trat die Amortisationskasse in Tätigkeit und übernahm:

1.313	Millionen	B.d.T.	unter	1	Jahr
34.196	"	B.D.Nat.	von	12	Monaten
4.337	"	"	"	6	"
3.454	"	"	"	3	"
4.869	"	"	"	1	" (1)

Die Aufgabe war, diese Schuld zu tilgen bzw. zu konvertieren; gleichzeitig hatte sie zur Folge, daß diskontfähiges Material aus dem Markt gezogen wurde.

Sie unternahm die Ordnung der Verfalltermine, ihre Einstufung in eine längere Laufzeit und die Einziehung der kurzfristigen Bons. Am 16. Dezember 1926 wurde die Ausgabe von 1-monatigen Bons eingestellt, am 13. Januar 1927 wurde das Gleiche für die 3-monatigen beschlossen. Am 29. Januar 1927 folgten die 6-monatigen und am 2. Juni 1927 die einjährigen.

Vom 31. Dezember 1928 ab hatte die Kasse nur noch ein Portefeuille von zweijährigen Bons in Höhe von 35.665 Millionen Frs. zu bewirtschaften (2).

Diese werden zur Zeit durch die B.d.F. und das Finanzministerium monatlich zur Zeichnung ausgeschrieben und nur ein Rest wird durch die Postämter angeboten. Sie sind in 1000, 10 000, 50 000 und 100 000 Francs gestückelt. Dem Publikum werden nur die beiden niedrigsten Sorten angeboten, die Banken zeichnen die großen. Die Zinsen werden im voraus gezahlt. Im April 1934 stand der Zinsfuß auf 4 % und die Käufer zahlten

---

1) 1928: Annexe au Journal officiel. Rapport de la Caisse autonome pour 1927.
2) 1929: Annexe au Journal officiel. Rapport de la Caisse autonome pour 1928.

Frs. 920.- für nominal 1000 Frs., } rückzahlbar zu pari nach zwei Jahren
" 9200.- " 10000 " }

Insofern als diese Bons auf zwei Jahre lauten, dürfte mit ihnen am Geldmarkt nicht mehr gerechnet werden. In Wirklichkeit steht es jedoch anders, denn 1. Mit der 1928 erreichten Verlängerung aller Bons auf 2 Jahre hielt die Kasse ihre Aufgabe noch nicht für beendet; sie glich noch die Monats-Fälligkeiten aus. 2. Der Pariser Geldmarkt verfügt über so viele liquide Mittel, daß die Banken dafür auch auf zwei Jahre eine Anlage suchen. 3. Die langfristigen Bons dienen zum Lombard und wenn sie kurzfristig werden, werden sie diskontiert. 4. Die Anlage in solchen Wertpapieren ist so einfach, reichlich, leicht zu prüfen und dazu fungibel, daß sie eines der besten Mittel des Kassenausgleichs unter den Banken bildet.

2. Aktion. (Der Ausgleich der Verfalltermine).

Die Amortisationskasse hat weiter die Sorgfalt gezeigt, die monatlich fällig werdenden Beträge der zweijährigen Bons derart auszugleichen, daß der Umtausch keine Störungen am Geldmarkt hervorruft. Diese Aufgabe ist ihr in dem Maß gelungen, wie der Umfang der erforderlichen monatlichen Auszahlungen und die Marktsituation es zuließen.

So legte sie einige Monate nur einen niedrigeren als den fällig werdenden Betrag an Bons auf: im Oktober 1929 standen 2 087 Millionen Francs fälliger nur 1 165 Millionen neuaufgelegter Bons gegenüber. Im Dezember desselben Jahren erreichte die Neuausgabe bei 2 647 Millionen Francs Fälligkeiten knapp 1 129 Millionen.

Andererseits verfolgte sie in anderen Zeiten eine entgegengesetzte Politik und sie nahm Gelder aus dem Umlauf heraus. Ihre Politik wurde durch die Geldmarktlage bestimmt und durch das Bestreben, den Umlauf der Bons zu regulieren. Das Ergebnis dieser Politik war folgendes: während 1929 ein Abstand von 2 Milliarden zwischen dem höchsten und dem niedrigsten in einem Monat fälligen Betrag bestand, gruppierten sich die

Beträge 1931 viel enger um den Mittelwert, so daß der niedrigste, im Januar, 497 und der höchste im August 1 490 Millionen Francs betrug. 1932 konnten diese Zahlen noch verbessert werden, wie die nachstehende Tabelle zeigt:

In Millionen francs

1932	Emissionen	Tatsächliche Rückzahlungen	Erwartete Rückzahlungen
Januar	1 198	1 505	1 494
Februar	1 371	1 550	1 493
März	1 374	1 475	1 494
April	1 388	1 510	1 521
Mai	1 364	1 478	1 488
Juni	1 101	1 048	971
Juli	1 070	931	946
August	1 260	935	885
September	1 378	912	894
Oktober	1 438	920	933
November	1 424	926	882
Dezember	881	883	883
	15 247	14 073	13 884

Der Höchststand der Emissionen betrug nur noch 1 438 Millionen im Oktober, und das Minimum stieg auf 881 Millionen im Dezember. Das sind die Beträge, die zwei Jahre später fällig werden, und zwar der höchste im Oktober und der niedrigste im Dezember 1934; (1) drei Monate vor dem Fälligkeitstermin wird dieser Umlauf diskontfähig.

---

1) Der Bericht der autonomen Kasse wird jeden Herbst für das vorhergehende Jahr veröffentlicht. Der Bericht für 1933 stand uns nicht zur Verfügung, sondern nur eine Bemerkung der Frankfurter Zeitung darüber.

3. Aktion. (Verminderung des Bonsumlaufes, Konversion in Renten).

Die Amortisationskasse brachte mehrere Konversionsanleihen (1) heraus mit 40-, 50- und 75-jähriger Laufzeit, für die kurz- und mittelfristige Papiere, Schatzwechsel und B.D.Nat. in Zahlung gegeben wurden.

Gegen Ende des Jahres 1929 (2) hatte die Kasse den zu bewirtschaftenden Bonsumlauf durch Umwandlung in langfristige Titel um 18 Milliarden vermindert. Auf diese Weise verschwand vom Markt mehr als ein Drittel des diskontierbaren Materials in Form der Bons.

4. Aktion. (Die A.K. entzieht dem Markt Kapital).

Die eben erwähnten Konversionen haben infolge der gleichzeitig eintretenden Barzeichnungen Kapitalien aus dem Markt zurückgezogen. Diese Barzeichnungen hatten am Markt eine der Konversion entgegengesetzte Wirkung: während die Konversion diskontfähige Papiere wegnahm, absorbierte die Kasse gleichzeitig Kapitalien.

Schon bei der ersten Konversionsanleihe im Oktober 1926 konnte sie 3 013 Millionen an liquiden Mitteln einnehmen. Dies war ihr erster Barbestand, denn der bei der Gründung vorgesehene Kassenbestand war nicht beträchtlich (3).

Während der folgenden Monate zog die Kasse durch die Emission von Bons neue Kapitalien an sich. Dank dem wiederkehrenden Vertrauen wurden die im Sommer 1926 beobachteten Rückzahlungsüberschüsse durch bedeutende Zeichnungsüberschüsse ersetzt, die sich im

---

1) Diese Konversionen erfaßten nicht nur B.D.Nat., sondern auch eine große Anzahl mittelfrist.Wertpapiere d. Schatzamtes (3-, 6- u.10-jährige).
2) Nachher wurde es viel langsamer gehandhabt. Staatsrenten wurden dann an der Börse gekauft.
3) Sie bekam damals 203 Millionen Frs. durch freiwillige Beiträge und einen Vorschuß vom Schatzamt, was aber höchst ungenügend war.

Oktober auf 2 062 Millionen, im November auf 2 609 Millionen und im Dezember auf 537 Millionen beliefen. Die Kasse nahm die Kapitalien herein, die aus verschiedenen Gründen auf den Markt strömten. Die lange Krise mit ihrem Höhepunkt im Juli 1926 hatte eine allgemeine Thesaurierung zur Folge gehabt, die sich jetzt aufzulösen begann. Der Kapitalexport, der trotz der Gesetzgebung weitergegangen war, wurde durch das Vertrauen aufgehalten. Es setzten sogar umfangreiche Repatriierungen ein. Die B.d.F. begann auf Grund des Gesetzes vom 7.8.1926 ihre Devisenkäufe gegen Francs. Das alles verursachte eine starke Verflüssigung des Geldmarktes in einer Zeit, als Handel und Industrie sich noch tief in der Krise befanden und die flüssigen Kapitalien, die den Markt überschwemmten, nicht absorbieren konnten. Die Kasse nahm einen Teil (1) der überlaufenden Kapitalien in Bons auf.

Die zweite (25. April und 25. Mai 1927) und dritte (Juni 1927) Konversion wollten dann reine Konversionen sein, und es war bestimmt worden, daß nur die vor dem 3. April 1927 emittierten Bons daran beteiligt werden sollten, aber eine Menge Leute verstanden es, die gesetzlichen Vorschriften so zu umgehen, daß sie sich mit Hilfe der Banken ältere Bons verschafften. Die Verkäufer beeilten sich ihrerseits, die Verkaufserlöse wieder in neue Bons umzuwandeln.

Die 4. Konversion vom 7. bis 17. Mai 1928 ließ Barzeichnungen wie auch reine Konversionen von Bons und anderen mittelfristigen Werten auf 3, 6 und 9 Jahre zu. Bei einer Gesamtzeichnungssumme von 20 872 Millionen wurden 10 640 Millionen in bar gezeichnet.

Es herrschte auf dem Markt dauernd Überfluß an liquiden Mitteln. Man hatte das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage nicht wiederherstellen können und die störenden Folgen dieses Zustandes auf das ganze Wirtschaftsleben waren Gegenstand ernster Erwägungen. Die Kasse versuchte dem Zustand abzuhel-

---

1) Ein anderer Teil wurde in den bereits erwähnten Kontokorrenten des Schatzamts aufgefangen, das sie auf die B.d.F. zurückführt und der letzte Teil wurde von den Sparkassen aufgenommen.

fen. Das war umso mehr begründet, als er zum Teil durch ihre Amortisation der Bons verursacht war.

Die guten Resultate der letzten Konversionsanleihe, welche 5 321 Millionen an Bons aus der Zirkulation genommen hatten, während die Haltung an den Mindestumlauf höchstens 4 Milliarden benötigt hätte, erlaubten der Kasse von Juni bis Dezember 1928 eine zusätzliche Emission in Höhe von 370 Millionen im Monatsdurchschnitt. So viel wurde also noch aus der Zirkulation zurückgezogen.

Ende 1927 besaß die Amortisationskasse 7 200 Millionen disponible Gelder, die als Kontokorrente bei der B.d.F. und dem Schatzamt angelegt waren. Anfangs 1931 verfügte sie über 10 Milliarden Francs flüssiger Mittel.

5. Aktion. (Rückzahlung von Bons und Renten.)

Die so angehäuften Kapitalien sollten der Schuldentilgung dienen, d.h. sie sollten wieder an den Markt gebracht werden. Die Kasse hätte sich auf die Tilgung der Bons beschränken können, denn diese Rolle war ihr vom Gesetz vom 10. August 1926 übertragen worden. Durch das Finanzgesetz vom 30. Dezember 1928, Artikel 96, erhielt sie „l'autorisation de concourir par voie d'achats en bourse à l'amortissement des rentes françaises des Bons (1) et obligations du Trésor et du crédit national". Die erworbenen Papiere mußten sofort und endgültig vernichtet werden. So wurde die Kasse aus einer Verwaltungsstelle der B.D. Nat. eine Tilgungskasse für die kurzfristige und langfristige Staatsschuld. Diese Tilgungen beider Arten mußten dem Geldmarkt nicht nur die abgeflossenen Kapitalien wieder zuführen, sondern brachten noch neue aus Steuern und Einnahmen des Tabakmonopols hin-

---

1) Die französische finanztechnische Terminologie wandte während des Krieges das Wort „Bons" de Trésor in falschem Sinn an und nannte so auch die mittelfristigen Bons (5-10 Jahre), die an der Börse gehandelt wurden. Die obligations de trésor waren länger (20-25 Jahre).

zu. Das bewirkte eine weitere Verflüssigung des bereits allzu liquiden Marktes.

Die Amortisation der Bons hatte den besonderen Nachteil, daß dem Markt diskontfähiges Material entzogen wurde. Andererseits mußte die Rententilgung durch große Käufe die Hausse der Renten herbeiführen und eine Zinskonversion vorbereiten. Die Regierung hatte mehr Vorteile bei der Tilgung von Renten als von Bons, weil der Rentenzins höher war.

Alle diese Gründe waren maßgebend dafür, daß die Anstrengung auf die ewigen und langfristigen Schulden gerichtet, während die Tilgung der schwebenden Schuld langsamer betrieben wurde.

1927 und 1928 wurden nur B.D.Nat. getilgt, aber 1929 machte die Kasse weitgehenden Gebrauch von ihrer gesetzlichen Ermächtigung und verwandte den größten Teil ihrer Mittel zu Rentenkäufen an der Börse. Es waren insgesamt 5 593 Millionen im Jahre 1929 und 3 809 Millionen Francs im Jahre 1930. (Aufstellung s.n.Seite.)

Diese Zahlen vermitteln einen Eindruck des gewaltigen Einflusses, den die A.K. auf den Markt ausübte, und zwar noch zuletzt: Rückkauf oder Emission diskontfähigen Materials, dessen Umwandlungen, Anordnung der Fälligkeiten und Tilgung aller Sorten, die existierten, und dadurch wurde der Markt verflüssigt.

Diese Tätigkeit wird weitergehen, aber wahrscheinlich in geringerem Umfang. Die Reserve der Kasse ist erschöpft. Der Staatsetat der seit mehreren Jahren mit einem Defizit schließt, kann ihr keine zusätzlichen Kapitalien mehr zur Verfügung stellen. Aus der Wiedergabe des Berichtes für 1933 in der „Frankfurter Zeitung" entnehmen wir die folgenden Ziffern: Der Rückkauf von Staatsanleihen an der Börse sank auf 1/10 des vorjährigen Betrags, nämlich 208 Millionen Francs. Die planmäßige Schuldentilgung beanspruchte 1877 Millionen Francs. Unter Berücksichtigung einiger kleinerer Posten wurden insgesamt für 3 440 Millionen Francs nominal Schulden getilgt. Es standen ihr 4 547 Mill. Francs zu Tilgungszwecken zur Verfügung.

Betrachtet man die Tätigkeit der Kasse und die hohen, oft sogar riesigen Summen, die sie in Bewegung

Tilgungen der Amortisationskasse Ende 1932.

a) Eigene Schuld (B.D.Nat. und langfristige Konversionspapiere) (nominal)

1927	536 000 000 Frs.
1928	113 000 000 Frs.
1929	2 362 000 000 Frs.
1930	63 000 000 Frs.
1931	72 000 000 Frs.
1932	84 000 000 Frs.

b) Tilgungen durch Käufe an der Börse. (nominal)

1929	6 618 000 000 Frs.
1930	3 944 000 000 Frs.
1931	734 000 000 Frs.
1932	2 225 000 000 Frs.

c) Rückzahlungen der mittelfristigen Schuld (nominal)

1931	2 892 000 000 Frs.
1932	3 371 000 000 Frs.

d) Vertragsmäßige Tilgungen (nominal)

1931	982 000 000 Frs.
1932	1 682 000 000 Frs.

e) Tilgung der sogenannten „Bons russes" (1) im Besitz der B.D.F. Der Nominalwert wurde von
5 930 Millionen 1928 auf
2 342 Millionen Ende 1932, also um
3 588 Millionen heruntergedrückt.

f) (Umwandlung in Lebensrente - keine geldmarktmäßige Wirkung)
Total der Tilgungen von der Gründung an bis 31. Dezember 1932: 26 581 098 419,47 Frs. effektives Kapital.

---

1) Siehe im Kapitel B.d.F. unter open market policy, Fußnote.

setzte, betrachtet man ferner die Zusammensetzung ihres Verwaltungsrates, dessen Mitglieder absichtlich oben aufgezählt wurden, so ist man leicht dazu geneigt, in ihr ein Werkzeug der open market policy zu sehen. Dies wäre aber eine völlig falsche Betrachtungsweise. Die Kasse hat auf dem Markt eine umfangreiche Tätigkeit ausgeübt und tut es noch jetzt. Aber die Kapitalien, die sie aufnimmt, bekommen in ihren Händen eine bestimmte Bedeutung, die seit langem gesetzlich festgesetzt, sogar in gewisser Hinsicht durch die Staatsverfassung garantiert ist. Man könnte sich vorstellen, daß ihre Politik der Bonsverwaltung am Geldmarkt als eine Art Regulator gewirkt hätte, sei es, daß sie durch umfangreiche Rückzahlungen an die Besitzer den Bonsumlauf, d.h. das Angebot beschränkte, sei es, durch Versorgung der Nachfrage. Die A.K. konnte jedoch eine solche Politik nicht betreiben. Es genügt ihr, dem Markt soviel wie möglich zu helfen, und vor allem versucht sie, ihn so wenig wie möglich zu stören. Ihr Ziel ist eben nicht Marktpflege, sondern die Tilgung der Staatsschuld. Diese vom Gesetz vorgeschriebene Politik zwang sie, auch dann in die Marktvorgänge einzugreifen, wenn es nicht nötig war und sogar auch dann, wenn es den Markt störte. Die Geschäftsordnung der A.K., welche (nach dem Gesetz vom 7. August 1926) die Bonszirkulation jeweils um die Tilgungssumme des Vorjahres senkte und nur erlaubte, daß 6 % dieser Summe überschritten wurden, verhinderte oft, daß sie sich wie andere führende Organe des Marktes verhielt, wie die B.d.F., das Schatzamt oder die Caisse des Dépôts et Consignations.

Die Erlaubnis, um 6 % mitzuweichen, genügte nicht, um die Folgen der engen gesetzlichen Vorschrift der Kasse zu mildern. Praktisch streifte die Kasse immer diese Grenze und konnte sie nur mit viel Mühe einhalten. In dem Verlangen, die öffentliche Meinung nach der schweren Krise wieder zu gewinnen, hatte der Gesetzgeber die Beachtung der markttechnischen Notwendigkeiten dem Wunsch geopfert, die Unfehlbarkeit des unternommenen Werkes besonders darzutun. Aus diesem Grunde mußte z.B. Ende 1929 die Kasse zur Erreichung der Umlaufsgrenze in den drei letzten Monaten

3 Milliarden Francs mehr tilgen als fällig waren. Sie versuchte sicherlich, ihre gesetzlichen Pflichten mit den Marktbedürfnissen in Einklang zu bringen. Der Bonsumlauf mußte bis Ende 1928 um 4 Milliarden abnehmen, um die neue Grenze dieses Jahres zu erreichen (41 Milliarden). Die Kasse hätte sie einfach zurückkaufen können, aber das hätte der Markt nicht vertragen, ebenso wenig wie die einfache Einstellung der Emissionen. Sie zahlte seit November 1927 im voraus eine gewisse Summe von Bons an die „Caisse des Dépôts et Consignations" zurück, beschloß für 1928 die Kontingentierung der Emissionen (was durch die Menge der vorhandenen Zeichnungsstellen sehr schwierig war), senkte den Zinsfuß von 4 1/2 auf 4 % und unternahm die vierte Konversion, bzw. „Punktion" des Marktes.

Am 7. Mai 1928 wurde eine 5 % Anleihe auf 75 Jahre aufgelegt. Man konnte in bar zeichnen oder in B.D. Nat. und anderen mittelfristigen Papieren. Sie brachte 10 640 Millionen bar auf eine Gesamtzeichnung von 20 872 Millionen Francs. Alle diese Maßnahmen wurden erforderlich, um die Einhaltung der Umlaufsgrenze mit den Bedürfnissen des Geldmarktes in Einklang zu bringen.

Aus dem gleichen Grunde gab die Kasse 1932 1 174 Millionen zweijährige Bons mehr aus als sie zurückkaufte (1).

Nach vollendeter Anordnung des Bons-Umlaufes kann die Kasse nur noch den Umlauf überwachen und, so gut es geht, stabil erhalten, ohne die Tilgung zu forcieren.

Die Möglichkeit eine zusätzliche Anhäufung am Markt zu verhindern, ist aber sehr gering. Sie kann wohl das, was sie vom Staat und aus dem Tabakmonopol erhält, einem Reservefonds zuführen, anstatt es zur

---

1) Indessen wuchs die von der Kasse verwaltete Schuld 1932 nur um 279 Millionen B.D.Nat.
Überschuß d.Emissionen üb.d.Rückzahlungen 1 174 Mil.
Tilgungen . . . . . 215 Mill.
Wiedereingang einer Summe von . . 680 " 895 "
(Überschüsse der Rückzahlungen aus dem Jahre 1931 für Rechnung 1932) 279 Mill.

Tilgung zu verwenden, aber das kann sie nicht beliebig lange, denn man muß damit rechnen, daß die Wirtschaft keine Reserven bildet. Wenn die Kasse ihre Kapitalien nicht zur Tilgung verwendet, so muß sie sie der B.d.F. überlassen, deren Liquidität damit wächst.

Die Kasse ist auch durch die 6 %-Grenze gebunden und kann deshalb nicht zum Zwecke der Kapitalaufnahme emittieren.

Die Aktion der Kasse ist einbahnig und läuft nur in einer Richtung. Ob sie Renten oder Bons amortisiert, immer führt sie dem Markt neues Kapital aus neuen Ersparnissen zu und trägt zu einer Liquidität am Geldmarkt bei. Welches ist nun die wirtschaftliche Bedeutung der Tilgung? Die B.D.Nat. waren ein dem Staat bewilligter Kredit. Dieser konnte konsolidiert sein und auf echten Ersparnissen beruhen oder auch nicht. Ein Teil stellte bei der Emission eine reine Krediterweiterung der Banken dar, der andere war tatsächlich fundiert, wollte sich aber nicht langfristig binden. Die Leichtigkeit, mit welcher sich die Konversionen langfristiger Bons und Renten vollzogen, zeigt diesen bereits sehr fortgeschrittenen Konsolidierungszustand, sei es, daß er bereits beim Zeichnungsbeginn vorhanden war oder daß er erst im weiteren Verlauf eintrat. Der Staat will diese Schuld konvertieren oder tilgen, um eine Gefährdung der Währung durch allzu starke Anhäufung von Rückzahlungsangeboten zu verhindern, welche die unfundierten Kredite erst sichtbar machen würden. Die Tilgung wird entweder durch Mittel aus dem Tabakmonopol oder durch bestimmte Steuererträgnisse bewerkstelligt. Einige Jahre lang wurden auch die Einkünfte aus der Young-Anleihe dazu gebraucht.

Die Ausbeutung des Tabakmonopols bringt dem Staat Einnahmen, die er nicht mehr ausgibt, sondern spart. Die Steuern, die er der Wirtschaft auferlegt und der Kasse zuführt, bilden einen Teil der volkswirtschaftlichen Einkommen und werden von der Kasse ebenfalls gespart.

Die Young-Anleihe ist mit Spargeldern zum Teil in Frankreich und zum Teil im Ausland gezeichnet worden. Nehmen wir nur den Teil der ausländischen Zeichnungen

ins Auge, der zur Tilgung der inneren Schuld in Francs transferiert wurde. (Ob eine solche Operation tatsächlich stattgefunden hat, ist eine andere Frage, und zwar keine theoretische, sondern eine praktische, und ist hier nicht zu behandeln). Hier kommen amerikanische, englische und holländische Kapitalien in Betracht, welche dem Konto der französischen Regierung gutgeschrieben wurden. Diese verkaufte sie gegen Francs an einem französischen Importeur. Die entsprechenden französischen Importeure werden nicht mit Exporten, sondern mit Wertpapieren bezahlt. So sparen Amerikaner, Engländer und Holländer in Frankreich. Diese neue Gütermenge erhöht die in Frankreich vorhandene Kapitaldeckung. Sie kommt zu den durch die Kassen gesammelten Ersparnissen hinzu, und die Tilgung, welche diese Kapitalien in die Hände der Einzelpersonen überführt, versetzt diese in die ursprüngliche Lage, die vor der Bonszeichnung bestand. Der Unterschied ist nur der, daß die unkonsolidierten Kredite von damals heute durch Ersparnisse fundiert sind. Die Kapitalien bleiben zur Zeit aus mangelndem Investierungsvertrauen auf dem Geldmarkt.

Der Amortisationsprozeß kann auch in der bargeldlosen Wirtschaft beobachtet werden. Einerseits bilden sich private Sparkonten durch Stehenlassen. Sie dienen zur Zeichnung von B.D.Nat. Andererseits werden durch Kreditschöpfung, der Banken neue Konten geschaffen, um ebenfalls Bons zu zeichnen. Dieser unkonsolidierte Kredit, diese Kreditexpansion, bringt die Währung in Gefahr, wenn die Konsolidierung nicht erfolgt.

Durch die Bonszeichnung gehen diese verschiedenen Konten an den Staat über, der sich ihrer dadurch bedient, daß er sie, von neuem in Umlauf setzt. Der Staat spart dann bei der Kasse (Ausbeutung des Tabakmonopols, Steuereinnahmen) und läßt Konten stehen; hinzu kamen noch die entsprechend dem Einfuhrüberschuß aus der Young-Anleihe kreierten Konten. Sie alle werden durch die Tilgung wieder an die Bonsbesitzer überführt, denen dadurch die Papiere entzogen werden. Der ursprüngliche Zustand ist dann wieder hergestellt mit dem Unterschied, daß die Kredite

fundiert sind. Es sind Güter zum selben Wert erschaffen und gespart worden.

Die Politik der Kasse geht also darauf hinaus, die für den Pariser Markt charakteristische Liquidität aufrecht zu erhalten. Diese entsteht durch die starke Spartätigkeit, der keine Investitionen gegenüberstehen, auch nicht wie vor dem Kriege Anlagen im Ausland.

Man hat sich schon viele Sorgen darüber gemacht, wie man die überschüssigen liquiden Mittel am Geldmarkt wieder aufsaugen könne. Steuerermäßigungen bei ausländischen Werten und Herabsetzung der Wechselstempelsteuer hatten nicht den erhofften Erfolg, weil dies nur kleine Heilmittel gegenüber der tieferen Ursache sind, nämlich der Wirtschafts- und Vertrauenskrise.

Das Gebilde der Sparkassen und der „Caisse des Dépôts et Consignations" soll - wenigstens zum Teil - den Tiefstand der Zinssätze auf dem Geldmarkt bekämpfen und die Tätigkeit der Amortisationskassen teilweise ausgleichen. M. Francois Milan, sénateur, Präsident der Amortisationskasse schrieb 1930, daß die Rückzahlungen der Amortisationskasse einen viel geringeren Einfluß hatten, als manchmal behauptet wurde, weil „la plupart des disponibilités ainsi dégagées sont revenues en grande partie à la Caisse des Dépôts par l'intermédiaire des caisses d'Epargne et de la Caisse nat. d'Epargne en dépôts remboursables à vue ou à court terme.

Les excédents des dépôts entre fin septembre (1929) et le milieu de mars (1930) ont dépassé en effet 3.300 Millions et ces sommes ont pour une large partie été versées au Trésor ou à la B.d.F." (1).

d) Sparkassen.

Die Sparkassen bestehen aus den gewöhnlichen Sparkassen (caisses d'épargnes ordinaires) und aus der Postsparkasse. Die ältesten sind die gewöhnlichen Sparkassen. Sie waren ursprünglich philantropische

---

1) Information économ. et financière 1.avril 1930.

Unternehmungen mit dem Ziel, die arbeitenden Klassen zum Sparen anzuregen. Der Charakter der Gemeinnützigkeit war für ihre ganze Organisation maßgebend. Sie sind nach ihrer Entwicklung und nach dem Gesetz Schöpfungen der Gemeinden; und zwar werden sie durch Beschluß des Gemeinderats gegründet und nach einer Prüfung durch Verordnung des Staatsrates bestätigt. Ihre Verwaltung liegt bei einem Verwaltungsrat aus 15 Mitgliedern, dessen Vorsitz der Bürgermeister führt. Fast alle erhielten eine Subvention aus dem Budget ihres Départements, welches bei der Ernennung der Verwaltungsräte mitbestimmend ist. Sie unterstehen der Kontrolle des Finanzministeriums und müssen dem Präfekten ihres Départements jährlich einen Geschäftsbericht vorlegen. Die Unkosten sind minimal, und so können die Sparkassen ihren Kunden fast den gesamten Zinsgewinn zugute kommen lassen.

Da bei der Gründung ihre Depositen nicht sehr bedeutend waren, hatte das Gesetz keinerlei Vorschriften in Bezug auf ihre Anlagen gemacht. Es war aber schwer, für sie passende Anlagemöglichkeiten zu finden, die sicher und immer liquide waren, und ihre ehrenamtlichen Verwaltungsräte hatten keine Zeit, welche zu suchen. So kamen sie ganz natürlich dazu, Renten zu kaufen. Juristisch konnte man ihnen deshalb keine Vorwürfe machen, aber dennoch war dieses Verfahren nicht einwandfrei. Erstens mußten die Sparkassen stets einen gewissen Betrag in bar halten, welcher unverzinst blieb und zweitens sind die Staatsrenten Schwankungen ausgesetzt; es besteht die Möglichkeit, daß sie im Bedarfsfall nicht zu liquidieren sind. Die Sparkassen baten das Schatzamt, ihre Gelder abzunehmen. Dieses sah aber die möglichen Gefahren voraus und begrenzte die Einlagen. 1837 wälzte es die Verantwortung von sich auf die Caisse de dépôts et consignations ab. Die Sparkassen konnten freiwillig diese Anlage wählen, im Jahr 1852 wurde sie zur Pflicht. Heute müssen die Sparkassen alle Kapitalien bei der Caisse de Dépôts anlegen.

Die Postsparkasse wurde durch das Gesetz vom 9. April 1881 gegründet, und zwar nach dem Vorbilde Englands, Belgiens und Italiens. Sie wird unter

Staatskontrolle von Staatsbeamten geleitet. Ihre Verwaltung liegt beim Finanzministerium, jedoch haben ihre Kapitalien mit den Staatskapitalien nichts zu tun. Die Postbeamten sind verantwortliche Kassierer, deren Abrechnungen in der Hauptstadt des Départements zusammenlaufen. Von dort aus werden alle Gelder an die B.d.F. überwiesen und dem Konto der Caisse de Dépôts et Consignations gutgeschrieben, welche sie anzulegen hat.

Jede Sparkasse übergibt ihren Kunden ein auf den Namen lautendes Sparkassenbuch, in das alle Einlagen und Abhebungen eingetragen werden. Bei den gewöhnlichen Sparkassen haben die Bücher nur an der Stelle Gültigkeit, die sie ausgegeben hat (1), man kann aber das ganze Konto von einer Kasse auf eine andere übertragen, was mit geringen Formalitäten verbunden ist. Die Postsparkasse ist weniger umständlich, die Depotinhaber können beliebig bei allen Postämtern Geld einzahlen oder abheben.

Die Sparer der gewöhnlichen Sparkassen erhalten dafür etwas höhere Zinsen. Der Zinssatz, den die Caisse de Dépôts den Sparkassen beider Arten gewährt, wird einmal im Jahr, im September, durch Verordnung für das kommende Jahr festgesetzt, und die Sparkassen zahlen ihren Einlegern etwas weniger, und zwar die Caisse postale 3/4 % weniger und die gewöhnlichen Sparkassen 1/4 bis 3/4 % weniger. Letztere begnügen sich oft mit 1/4 %, um besser konkurrieren zu können. Die Depositen der gewöhnlichen Sparkassen sind bedeutender als die der Postsparkasse. Ende 1932 hatten die ersteren bei der Caisse de Dépôts einen Saldo von 34 216 Millionen Francs und einen Sicherheits- und Garantiefonds von 2 317 Millionen. Dagegen hatte die Postsparkasse einen Saldo von 1 211 Millionen Francs und ein Effektenportefeuille in Höhe von 23 863 Millionen.

Die Höhe der Sparbucheinlagen war bei beidem immer begrenzt. Ein Gesetz vom 20. Juli 1895 setzte die Grenze auf 1 500 Francs fest. Wenn das Konto des

---

1) Sie haben keine Filialen, in Paris gibt es in jedem Arrondissement eine Kasse.

Depotinhabers darüber hinaus stieg, wurde er von der Kasse benachrichtigt. Verminderte er es dann nicht selbst auf die vorgeschriebene Grenze, so kaufte die Kasse für den Überschuß Staatsrenten, die sie für ihn ins Depot nahm. Auf diese Weise vereinigten die Sparkassen ihre notwendige Rolle als Bankiers mit dem Bedürfnis, das Risiko zu vermindern. Die Depotgrenze wurde nach dem Kriege auf 6 000 Francs erhöht, dieser Betrag entsprach jedoch nicht dem Prozentsatz der Geldentwertung.

e) Caisse des Dépôts et consignations.

Die „Caisse des Dépôts et Consignations" wurde auf Grund des Finanzgesetzes vom 28. April 1816 geschaffen. Ihr Zweck ist, für solche Leute Garantien zu liefern, welche freiwillig oder gezwungen ihre Kapitalien beim Staat deponieren. Ihr eigentliches Geschäft sollte darin bestehen, die Kautionen und Streitsummen in Prozeßfällen zu verwalten. Sie ist eine öffentliche Behörde, die private Gelder verwaltet, und deshalb von anderen getrennt, nicht nur räumlich, sondern auch in Bezug auf die Unabhängigkeit ihrer Direktoren. Sie ist keine Gesellschaft des privaten Rechts wie der Crédit national oder die B.d.F., sondern sie ist eine völlig autonome Staatsbehörde. Ihr Generaldirektor (1) ist viel unabhängiger als der Gouverneur der B.d.F. Er kann vom Finanzminister nur auf Grund einstimmigen Beschlusses des Aufsichtsausschusses abberufen werden. Der Ausschuß besteht aus zwei vom Senat gewählten Senatoren, zwei von der Kammer gewählten Abgeordneten, einem Präsidenten des Rechnungshofes, den dieser delegiert, einem Mitglied der Pariser Handelskammer und dem Gouverneur oder einem Vizegouverneur der B.d.F. Die Stimme des Präsidenten ist ausschlaggebend; dieser wird aus der Mitte des Aufsichtsrates gewählt. Wie man sieht, sind die sieben erstgenannten Mitglieder unabhängig vom Staatseinfluß. Dieser Aufsichtsausschuß hat sich,

---

1) welcher zugleich Direktor der Amortisationskasse ist.

allerdings in einer längst vergangenen Zeit, zum eifersüchtigen Hüter dieser Unabhängigkeit gemacht. In seiner Sitzung vom 29. Mai 1847 faßte er folgenden Beschluß (1): „Le Directeur est invité à conserver dans ses relations officielles avec le ministre des finances l'indépendance de situation qui lui est attribueé par la loi de 1816 et à ne pas accepter par la forme de sa correspondance un rôle subordonné qui pourrait altérer sa position légale et la confiance publique qu'il importe de conserver intacte à l'institution dont il dirige les services". Ihre Anfänge waren äußerst ruhig: gewissenhafte und eifrige Arbeit, abseits vom öffentlichen Leben. Prof. Barthélémy schreibt (2): „Elle a ignoré les ascensions vertigineuses vers les sommets éblouissants aussi bien d'ailleurs que les chutes verticales. On pourrait répéter sur elle ce qu'on disait autrefois des femmes honnêtes et des peuples heureux: elle n'a pas connu" les histoires. La caisse a vécu un incognito que peu de gens paraissent décidés à violer". Erst in den letzten Jahrzehnten und vor allem in den letzten Jahren hat sie die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit auf sich gezogen, und heute ist sie zu einem wesentlichen Glied im Finanzorganismus Frankreichs geworden.

Am 31. Dezember 1932 verwaltete sie ein Kapital (3) von 86 Milliarden 751 Millionen, das, in stetigem Steigen begriffen, wahrscheinlich bald 100 Milliarden erreicht haben wird. Sie überflügelt bei weitem die größte Depositenbank. Der Crédit Lyonnais hatte am 31.12.1932: 14.300 Millionen an Depositen und Kreditoren und 1.200 Millionen an Kapital und Reserven. Die Kasse ist eine ungeheure Kapitalbildungsmaschine. Die Kapitalien wuchsen 1929 um 7 923 Millionen, 1930 um 10 506 Millionen, 1931 um 18 518 Millionen und 1932 um 10 093 Millionen.

Auf Grund ihrer Verfassung muß sie Depots von

---

1) Vgl. Barthélémy, La Caisse de Dépôts et Consignations. Revue Politique et Parlementaire, 19.VIII. 1931.
2) a.a.O.
3) sowohl kurz- als langfristiges.

Privatpersonen errichten, aber sie bemüht sich, sie abzulenken. Weder gibt sie Scheckhefte aus, noch erledigt sie Geldübertragungen; weder kauft noch verkauft sie Wertpapiere und übernimmt im allgemeinen keinerlei bankmäßige oder Finanzgeschäfte für ihre Kunden. Sie verpflichtet sich nicht einmal, sie auf Sicht auszuzahlen.

Es kommen die Konten hinzu, die in bestimmten Fällen vom Gesetz vorgeschrieben werden: Kassenbeträge und Depositen der öffentlichen Körperschaften, der Notare, der Gerichtsbevollmächtigten, Liquidatoren, Treuhänder. Diese Summen zusammen mit den Privatdepots erscheinen als „Dépôts divers" - sonstige Depots - in der Bilanz und belaufen sich am 31. März 1933 auf 3 355 724 000 Francs. Noch in zahlreichen Fällen kommen gesetzmäßig die Hinterlegungen von Kautionen von Verwaltern, öffentlichen Gelder, Notare usw. hinzu. Diese Gelder beliefen sich am 31. März 1933 auf 1 996 573 000 Francs. Hinzu kommen die Fonds der Pensionskassen, der öffentlichen Versicherungen aller Art (1).

Was uns hier an der Tätigkeit der Kasse interessiert, bezieht sich auf ihre Zusammenarbeit mit den Sparkassen.

Vor dem Krieg wuchsen die Sparkassenkonten langsam und vor allem nur durch Bildung neuer Konten. Während des Krieges und nachher sowie zur Zeit der Inflation wuchsen sie nicht so schnell, wie der Geldwert abnahm, so daß sie ihrem Goldwert nach, sich tatsächlich verminderten. 1926 konnte die Gemeinschaft

---

1) Sozialversicherungen
Altersversicherungen
Unfallversicherungen
Versicherungen auf Gegenseitigkeit
Caisse de Dépôts et Consignations d'Alsace-Lorraine.
Luftfahrtversicherungen.
Garantiefonds (Marokko und Tunis)
Spezialpensionskasse der Staatsarbeiter.
Koloniale Pensionskasse.
Arbeiter und Landarbeiter Pensionskassen.

aus Sparkassen und Caisse de Dépôts die Überschüsse der freien Gelder vom Markt absorbieren. Die Depositengrenze für Einzelkonten wurde am 20. August 1926 von 6 000 auf 12 000 Francs erhöht, sowie auf 50 000 Francs für die Gesellschaften. Die alte Grenze entsprach der Geldentwertung auf 1/5 oder 1/6 nicht mehr. Auf Grund dieses Satzes hätte die Vorkriegsgrenze von 1 500 auf 7 500 oder 9 000 Francs steigen müssen. 1931 wurde sie nochmals, und zwar auf 20 000 Francs für Konten von Privatiers und 100 000 Francs für Gesellschaftskonten erhöht.

Gleichzeitig blieben die Zinssätze, die bis 1926 um ein geringes niedriger als die Bankzinsen und deren Bewegung gefolgt waren, von da ab bis 1932 deutlich konstant, wenn auch mit einer leicht sinkenden Tendenz, während der Bankzins auf 0 fiel. (Zeichnung s. Einlage).

Auf diese Weise erhielt man wieder die alte Vorkriegsrelation zwischen den beiden Zinsarten. Der Zinssatz, den die Caisse des Dépôts den Sparkassen und durch sie den Sparern gewährt, richtet sich nach dem Rentenkurs. Der von den Banken gezahlte Zins an die Deponenten ist Funktion des Marktes (1), und die Marktliquidität zerstört die Zinssätze.

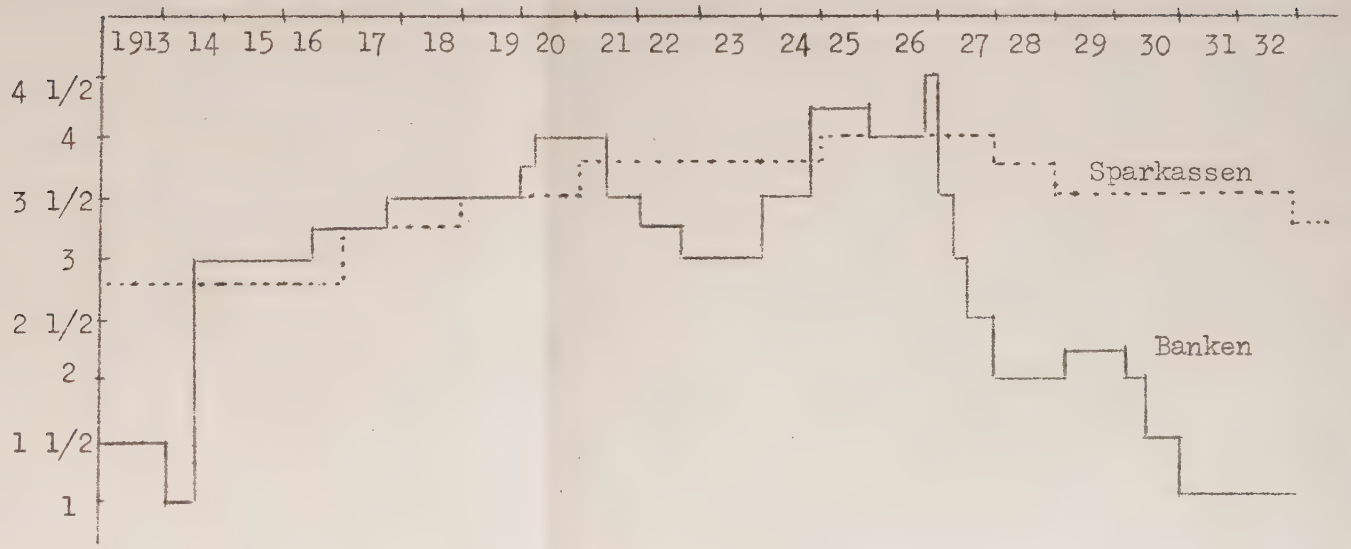
Die Spanne zwischen den beiden Zinsarten wird noch größer, wenn man bedenkt, daß der Sparkassenzins ein reiner Zins ist und durch keinerlei Kommissionen und insbesondere Steuerabzüge wie den 18 %igen auf die Kapitaleinkommen vermindert wird. Dagegen haben die Bankzinsen diese Steuer und verschiedene Provisionen zu tragen, so daß sie praktisch aufgezehrt werden, manchmal auch diese Kosten nicht decken.

Die Folgen ließen nicht auf sich warten, wie man aus der graphischen Darstellung der Einlage (Rücks.) sieht. Die Depositen der Sparkassen wuchsen rapide und überschritten schließlich diejenigen der Banken, die gleichzeitig zurückgingen.

---

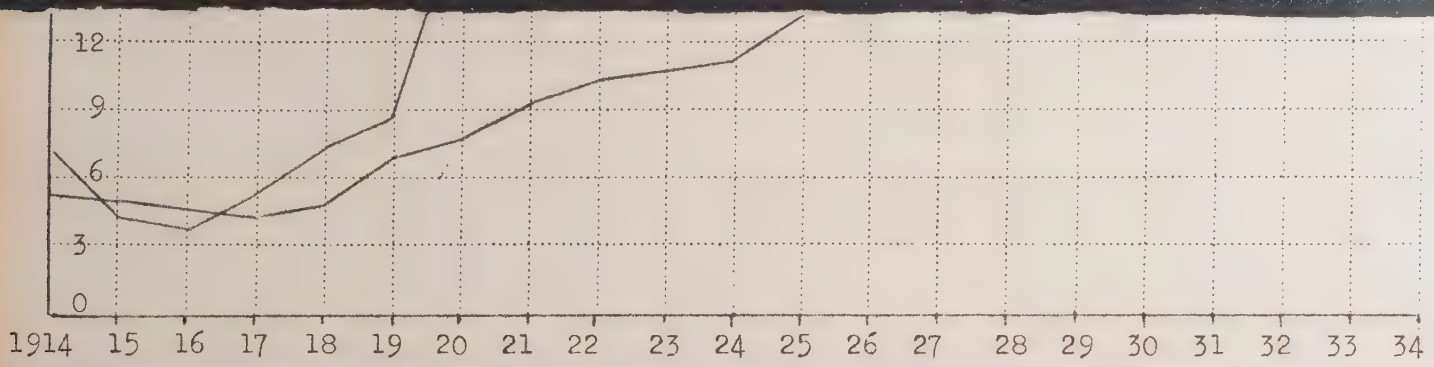
1) Hahn nimmt an, daß der Bankzins nur durch einen historischen Zufall zu erklären ist. Volksw. Theorie des Bankkredits. S. 104.

Entwicklung der Zinssätze bei den Sparkassen und Banken.



Sparkassen: Durchschnitt zwischen Post- und gewöhnlichen Sparkassen.

Banken: Sicht-Depositen bei den Großbanken.



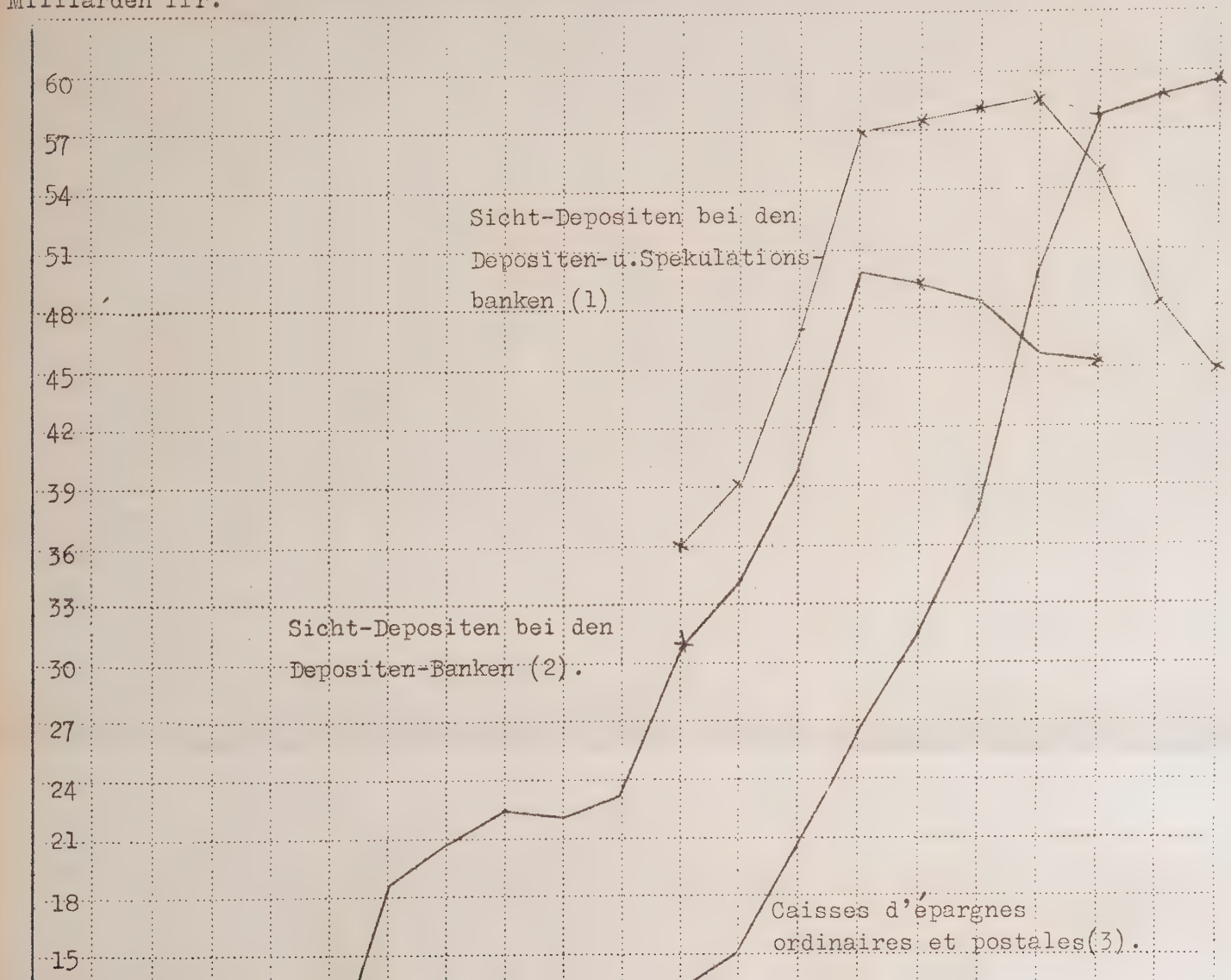
1) Zusammengestellt nach der Revue d'Econ. Pol. 1935 Nr.3 (August erschienen) S.701-702 (Zusatz nach Abschluß der Dissertation) 4 große Depositenbanken + 21 andere, inklusiv Spekulationsbanken.

2) Aus: Henri Darres, Concurrence des Caisses d'Epargne et des Banques de Dépôts. Diss. Lille 1933 S.85. Die Statistik erfaßt die Bilanzen folgender Banken: Crédit Lyonnais, Soc.Gén. CNEP,'C.I.C., B.N.C., C.C.F., Crédit du Nord. Compagnie Algérienne, Banque Générale du Nord, Société Marseillaise. Soc.Lyonnaise de Dépôts. Crédit foncier d'Algérie et de Tunisie. Banque privée Lyon-Marseille. Soc.Nancéienne. Comptoir d'Escompte de Rouen. Crédit de l'Ouest. Soc.Centrale des Banques de Province. Banque Renault. Banque Adam. Die großen Spekulantionsbanken sind hier nicht erfaßt.

3) Gleichfalls aus: Henri Darres, Concurrence...verlängert für 1933 und 1934 (1934 vorläufige Angabe) nach der Revue d'Econ. Pol. 1935 Nr.3 (August erschienen) S.750 (Zusatz nach Abschluß der Dissertation).

Vergleich der Depositen [illegible]

Franken des jeweiligen Zeitpunkts (ohne Korrektur).



Zahlenmäßige Angaben zur vorstehenden Tabelle.

	1) Sicht-Depositen bei den Depositen- und Spekulations-Banken Millionen Ffrs.	2) Depositen bei den angegebenen Banken. (Darres) Millionen Ffrs.	3) Depositen bei den Sparkassen beider Art Mill.Ffrs.
1913		6 548,4	5 835,4
14		4 632,8	5 746,3
15		4 514,5	5 347,7
16		5 507,5	4 771,3
17		8 039,6	5 018,9
18		9 342,9	5 521,7
19		19 450,1	7 260,2
20		21 088,2	8 189,3
21		21 232,0	9 622,4
22		22 770,8	10 850,3
23		24 064,5	11 558,3
24		23 561,5	11 996,4
25	36 974	31 337,4	13 789,5
26	39 984	34 412,4	15 654,9
27	47 548	40 253,2	21 280,8
28	57 938	50 656,8	27 046,4
29	57 839	48 910,4	32 696,8
30	58 492	48 420,0	38 197,2
31	58 204	45 474,2	50 896,7
32	55 949	45 312,0	58 296,7
33	49 872		58 656
34	46 938		60 021

Eine andere Konsequenz war eine gewisse Veränderung im Charakter der Sparkassen, die ursprünglich als gemeinnützige Spareinrichtung für die minderbemittelten Klassen gedacht waren, indem sie ihnen eine völlig sichere Anlage und einen recht lohnenden Zins boten. Nun wurden die Sparkassen und mit ihnen die Caisse de Dépôts zu Depositenbanken.

Nicht die armen Leute, sondern auch wohlhabende und sogar reiche Familien tragen ihr Geld dorthin. Da man nirgends günstigere Bedingungen haben kann und die langfristige Anlage oft nicht mehr einbringt,

dafür aber riskanter ist, so legt man dort so viel an, als man kann, und wenn das Konto des Familienvaters die Grenze erreicht hat, so errichtet man Konten auf den Namen der Frau oder der Kinder. Bei der Eröffnung von Erbschaften kommt oftmals heraus, daß der Verstorbene mehrere Sparkonten besaß, obgleich dies gesetzlich verboten ist. Gleichzeitig hat sich die Natur der Konten geändert. Es sind nicht mehr nur Ersparnisse, sondern unter den deponierten Kapitalien befindet sich viel zirkulierendes Kapital. Zahlreiche kleine Kaufleute, kleine und mittlere Unternehmer bringen ihre momentan unbenützten Mittel zu der Sparkasse, die zu ihrer Kassenhaltung dient wie eine Bank. Die Stockung der Wirtschaft hat eine Masse von Kapitalien freigesetzt, die bei den Sparkassen angelegt werden und so die Erholung abwarten, die man aber nicht als eigentliches Sparkapital betrachten kann. Die Kaufleute bevorzugen die Nationale Postsparkasse wegen der größeren Einfachheit in den Überweisungs- und Zahlungsformen, nämlich ohne weiteres bei allen Postämtern. Es gibt dabei sogar eine beschleunigte Zahlung durch briefliche Anweisung, Rohrpost und Telegraph, Einrichtungen, die für kleinere Sparer unnötig sind. Bei den gewöhnlichen Sparkassen blieb die Zahl der Sparbücher gleich, bei der Postsparkasse stieg sie. Der Gesamtbetrag an Depositen bei den ersten sank, während er bei der letzten stieg.

Die Änderung in der Natur der Beträge macht sich besonders in dem größeren Umsatz bemerkbar: diese neuen Kapitalien sind viel beweglicher als die früheren.

So genießen Betriebskapitalien und die Vermögen der reichen Familien unberechtigterweise eine Vergünstigung, die für bescheidene Ersparnisse vorgesehen war.

Unter den bei der Kasse vorhandenen Kapitalien sind wahrscheinlich 12-15 Milliarden Betriebskapital, denn sie besitzt in diesem Umfang starke Liquidität und legt die flüssigen Mittel bei der B.d.F. und beim Schatzamt in B.D.Nat., B.d.T. und Eisenbahnschatzwechseln an. Nach dem Stand vom 31. März 1933 war die Zusammensetzung der Liquidität wie folgt:

Kasse	125 837 000 Frs.
Wechselportefeuille	3 459 000
Kontokorrente	6 204 437 000
B.D.Nat.u.B.Trésor	6 263 270 000
	12 597 003 000 Frs.

Am 31. Dezember 1933 betrugen ihre Kassenbestände insgesamt 15 815 Millionen Francs, bestehend aus: 6 259 Millionen an Kasse, Kontokorrent, Bankakzepten und 9 556 Mill. kurzfristigen Werten. Die Zinseinnahmen und Rückzahlungen von Wertpapieren müssen noch hinzu gezählt werden, d.i. eine jährliche Summe von ca. 4 500 Millionen. Es scheint, daß die Kasse durch den Zwang der Verhältnisse so liquide ist, da sie infolge der Krise und der Billigkeit des Geldes ihre Kapitalien nicht kurz- und mittelfristig anlegen kann, andererseits aber der langfristigen Plazierung beträchtliche Schwierigkeiten im Wege stehen. Bis vor kurzem war die Anlage der Kapitalien der Caisse des Dépôts in Renten und ähnlichen Papieren, wie Bons und Obligationen du Trésor und des Crédit national, Eisenbahnobligationen etc. das Normale und überdies für gewisse Kapitalien die einzige legale Anlage. Heute kommt dies nicht mehr in Frage, die Kasse wird vom Staate zu abhängig. Der Markt der Staatspapire kann nicht ohne Hausse die bedeutenden Käufe ertragen, welche die Kasse zur Kapitalanlage, besonders für die Sozialversicherungen ausführen müßte, welche ständig und rasch wachsen, so lange die ersten Versicherten noch nicht in den Genuß ihrer Rechte gekommen sind. Wollte man im Notfall ein solch großes Portefeuille liquidieren, so mußte das einen Kurseinbruch zur Folge haben, selbst wenn die Operation möglich wäre.

Die Kasse mußte ihren Tätigkeitsbereich erweitern. Sie hat Anleihen der Kolonien, der Départements und Städte gekauft und hat ihrerseits ihnen auch direkte Kredite gegeben.

Durch das Gesetz vom 21. März 1931 wurde sie dazu ermächtigt, an der Börse französische und ausländische Industriepapiere zu kaufen. Sie machte davon Gebrauch, und zwar 1931 in Höhe von 587 Millionen und 1932 in Höhe von 126 Millionen, die sich, wie folgt verteilten

31 % Bankwerte
30,43 % Eisenbahn- und Kanalwerte
22,06 % Werte von Wasser-, Gas- und Elektrizitätswerken.

Die 1932 verschärfte Krise hat, abgesehen von der gewöhnlichen peinlichen Vorsicht der Kasse, noch dazu beigetragen, daß diese ihre Käufe unterließen.

Die Kasse hat es auch mit Häuserkäufen versucht, aber sie rief nur die Beschwerden der Interessenten hervor, denen sie den Markt verdarb.

Bestimmt wäre es vorzuziehen, daß die zur Caisse des Dépôts geströmten Kapitalien wieder den Weg zu den Banken fänden, denn dort gehören sie normalerweise hin. Man muß sich für die Zukunft zwischen beiden Auffassungen entscheiden: entweder nehmen die Sparkassen ihren früheren Charakter wieder an, werden wieder Spareinrichtungen für die arbeitenden Klassen, für die Kreise der kleinen Sparer, denen sie beträchtliche Vorteile gewähren können, was vom sozialen Standpunkt aus gerechtfertigt wäre, und die liquiden Kapitalien wandern wieder in die Banken; oder die Sparkassen verwandeln sich in Banken und werden dann eine andere Politik betreiben müssen. Dies ist ein Problem, das selbst die Organisation des Geldmarktes in den Hintergrund drängt, es ist eine Frage der sozialen Ordnung: Die Frage, ob der Individualismus vorherrschen soll, oder ob der Staat in der Wirtschaft allmächtig sein wird, ihr einziger Führer und ihr einziger Bankier.

Es scheint aber, daß die heutige Lage nur einen Übergangszustand darstellt.

Mit dem Ende der Krise und dem wiederaufkommenden Vertrauen, werden die zirkulierenden Kapitalien, die so lange in die Sparkassen geflüchtet waren, wieder zu den Banken strömen. Die beiden Kurven unserer graphischen Darstellung werden die Tendenz haben, sich wieder zu schneiden. Bei den Banken ist der einzige Platz für diese Gelder, denn nur dort können sie verwertet werden.

Der Bericht des Aufsichtsrates der Caisse des Dépôts für das Jahr 1931 zeigte noch den erheblichen Kapitalzustrom, der in diesem Jahr vor sich gegangen

war, aber derjenige des Jahres 1932 ließ schon am Anfang merken, daß gegen das Vorjahr eine ziemliche Verlangsamung in dieser Bewegung eingetreten war, die nicht ewig dauern konnte. Nach dem Comité d'Etudes et de Défense fiscale (1) kann eine Abnahme des Kapitalzuwachses der Sparkassen erwartet werden. Durch die Senkung des langfristigen Zinses werden sie ebenfalls ihre Zinsen vermindern müssen, und man erhofft eine Senkung der Depositengrenze, welche letztere gegenwärtig unberechtigt hoch ist.

Auf der anderen Seite werden Schwierigkeiten kaum zu befürchten sein, weil die flüssigen Gelder nicht auf einen Schlag von der Kasse abgehoben werden, und weil die hohen Beträge, welche jährlich durch die Sozialversicherungen akkumuliert werden, immer für die Rückzahlungen verwendet werden können. Überdies läßt die Direktion die Kasse sich niemals völlig von Mitteln entblößen, sondern versucht ihr notwendiges Betriebskapital immer liquide zu halten.

Die Politik und Betätigung der Kasse am Geldmarkt sieht also so aus:

1) Betätigung am Kapitalmarkt: sie sammelt unzählige Spargelder und kauft Renten, und damit schafft sie Platz für zukünftige Emissionen des Staates oder der Wirtschaft. Sie ist nichts als eine Durchgangsstelle, und das bekannte Prinzip der Chemiker läßt sich dafür anwenden: es geht nichts verloren und es wird nichts neu geschaffen. Es wird also weder Kredit neu geschaffen, noch solcher vernichtet. So viele Ersparnisse durch die Bevölkerung bei den Sparkassen gebildet werden, so viele erscheinen wieder auf dem Kapitalmarkt, nachdem sie durch die Kasse geflossen sind. Man konstatiert eine Verflüssigung des Marktes, aber dies ist nicht auf die Kasse zurückzuführen, sondern auf die Spartätigkeit selbst, die sowie so eine Verflüssigung des Kapitalmarktes verursacht.

2) Betätigung auf dem Geldmarkt: Zum Teil nimmt sie zirkulierendes Kapital ein, das sie in kurzfristigen Werten des Schatzamtes anlegt. Diese Kapitalien werden dem Staat zur Verfügung gestellt, der

---

1) Bulletin, S.E.J.E. 12.1.33.

Markt verändert sich; aber das wird durch den Staat bewirkt, der Kapital absorbiert. Auch hier ist die Kasse nur Durchgangsstelle.

3) Anders ist es, wenn die Kasse Spar- oder zirkulierendes Kapital in Form von Banknoten in ihren Kassen behält (am 31.3.33: 125 837 000 Francs) oder bei der B.d.F. deponiert (am 31.3.33: 6 204 437 000 Francs). Damit nimmt sie 6 330 274 000 Francs aus der Zirkulation und dieses Kapital drückt nicht mehr auf den Geldmarkt.

Sie bezahlt Kapital, das ihr nichts einbringt, nur um es stillzulegen und zu verhindern, auf den Markt zurückzukehren. Dies ist Zahlungsmittelvernichtung zum Nutzen des Marktes unternommen. Man muß sie als einen Deflationsvorgang ansehen, der durch die starke französische Spartätigkeit ohne den entsprechenden Anlagewillen nötig wird. Diese ist gegenwärtig so umfangreich, ohne auf der anderen Seite den Willen oder die Möglichkeit der Auslandsbetätigung zu haben, daß sie zu Thesaurierungen sowohl bei Einzelpersonen wie auch bei der Kasse führt, so wie wir sie hier beobachten konnten.

H. Devisenmarkt.

I. Kapitalbewegungen.

Ein Geldmarkt ist nicht nur eine nationale, sondern auch eine internationale Angelegenheit. Wir sind der Ansicht, daß unsere Volkswirtschaft in der Entwicklung der letzten Jahrzehnte trotz einiger Rückschläge, auf eine Weltwirtschaft hinzog (1). Die Leichtigkeit der Verbindungen und der Wunsch, das Lebensniveau jedes Landes zu heben, sind die Gründe für die internationalen Beziehungen. Nur über diesen Weg und durch die Arbeitsteilung der verschiedenen Länder der Welt kann jeder über die besten Produkte zu den vorteilhaftesten Preisen verfügen.

Ähnlich wie die Produkte, die Arbeitsmittel und die Arbeitskraft (2) gelangt auch das Kapital dahin, wo es am besten bezahlt wird. Wenn die Bewegungsfreiheit der Produktionsfaktoren zwischen den verschiedenen Ländern so groß wäre, wie innerhalb der Länder selbst, würden die gleichen Gesetze in den internationalen Beziehungen gelten, wie in den internen Beziehungen. Die verschiedenen Länder würden nur ein einziges Land und eine einzige Volkswirtschaft, nämlich die Weltwirtschaft bilden. In Wirklichkeit aber weiß man, daß die Welt - besonders in den letzten Jahren - von einem solchen Ideal sehr weit entfernt ist. Es scheint allerdings, als ob das Kapital eine größere Freiheit genösse, als die anderen Produktionsfaktoren. Man spricht oft von internationalen Finanzleuten, von internationalen Banken und man hat gesagt, daß die Kapitalien kein Vaterland hätten. In demselben Maße wie das Kapital über die Grenzen hin- und herflutet - abgesehen von einigen gegenwärtigen, durch die Zeiten bedingten Einschränkungen - ist der Geldmarkt eine internationale Angelegenheit. Die

---

1) Adolf Weber, Allg. Volkswirtschaftslehre. 1930 S.15 ff. S. 330.
2) Unter gewissen Voraussetzungen bzw. Vorbehalten. Siehe Adolf Weber, ibid. S. 453.

Geldmärkte der verschiedenen Länder stehen normalerweise in engen Beziehungen zueinander, ebenso wie die allgemeinen Beziehungen der Länder.

Der Pariser Geldmarkt nimmt eine wachsende Bedeutung in dem Nexus der internationalen Beziehungen ein. Der Kontaktsektor ist der Devisenmarkt, den wir jetzt untersuchen wollen.

Die Währung, d.h. was durch den Staat als Geldeinheit festgesetzt wird, gilt nur im Innern des Landes. Der Besitzer von Yen oder von Dollar, der etwas in Frankreich kaufen will, muß vorher diese in Francs umwechseln. Dieses Geschäft nennt man Wechseln und der Wechselkurs ist das Verhältnis zwischen den Werten der beiden ausgetauschten Geldsorten. Auf dem „Devisenmarkt" tritt das ganze, durch die internationalen Beziehungen verursachte und benötigte Angebot und die entsprechende Nachfrage von Devisen auf. Obwohl das Geld die Vergegenständlichung des Kapitals ist, sind alle Devisengeschäfte noch keine Kapitalbewegungen.

Die Kapitalbewegungen werden durch die nichtausgeglichenen Salden auf dem Wechselmarkt gebildet. Man muß beachten, wie es M.J. Decamps (1) klargelegt hat, daß „la compensation c'est à dire l'application des créances au règlement des dettes occupe la place principale dans la liquidation des engagements internationaux, on peut même dire qu'elle est le seul moyen d'opérer cette liquidation".
Die Münzen und das Gold bilden wohl einen Posten der Zahlungsbilanz, werden aber nur als Ware behandelt. Die Goldstücke werden zum Feingehalt gehandelt.

Die Worte von Say sind immer noch richtig, daß die Waren und die Dienstleistungen sich gegen Waren und Dienstleistungen austauschen. Es tritt noch klarer in den internationalen, als in den nationalen Beziehungen hervor.

Der Devisenmarkt ist nur ein großes clearing, wo Schulden und Forderungen kompensiert werden. Der Schuldner zahlt seinen Gläubiger mit einer Forderung

---

1) Jules Decamps. les changes étrangers. Paris, 1922, Seite 25.

an diesen oder an einen Dritten. Der Gläubiger des Auslandes überträgt durch den Verkauf eines gegen seinen ausländischen Schuldner gezogenen Wechsels seine Rechte an denjenigen, der ihm seine Tratte abkauft, er erhält heimisches Geld und betrachtet sich als bezahlt. Der Käufer seinerseits überträgt seinem Gläubiger im Ausland die Rechte, die ihm cediert wurden. Dieser letzte zieht den Betrag der Tratte bei dem angegebenen Schuldner ein. Wenn die Einlösung einmal vollzogen ist, ist der Kreis geschlossen und die Kompensation vollständig. Gläubiger und Schuldner in den beiden Ländern haben ihre Waren und Dienstleistungen untereinander ausgetauscht.

Die reale Tauschwirtschaft ist unmittelbar erkennbar und wir sehen, daß die internationalen Beziehungen sich im Grunde auf Güterbewegungen (Kapitalsubstrate) zurückführen lassen. Der Tausch der Währungen von 2 Ländern kann sich nur dank des Kredites auf einer stabilen Basis abwickeln. Das Gold nimmt nur die Rolle einer Ware ein, und die Goldreserven eines Landes, die nicht unerschöpflich sind, bilden die letzte Verteidigungslinie seiner Währung. Die Zentralbanken pflegen die laufende Verteidigung ihrer Währung durch Maßnahmen auf dem Kreditmarkt durchzuführen.

Die Staatsgewalt wirkt heute allerdings in derselben Richtung hin durch direkten Eingriff auf dem Gütermarkt, und zwar durch Ein- und Ausfuhr-Regelung.

Man versteht allgemein unter Kredit, den Kredit in Geldform. Das gilt besonders für den internationalen Kredit. Man unterläßt oft die Realwirtschaft unter der Geldwirtschaft zu betrachten. Es scheint doch wichtig, sich darüber Rechenschaft abzulegen, wie die Kreditgeschäfte Warengeschäfte decken.

Wenn ein Land einem anderen Land einen Kredit eröffnet, versteht man gewöhnlich darunter, daß die Bewohner des ersten Landes eine gewisse Summe in ihrer nationalen Währung zur Verfügung des anderen Landes stellen. Man vergißt aber, daß das Geld eines Landes dies nicht verlassen kann, und daß es sich nur um einen Personenwechsel handelt, in der Person dessen nämlich, der über die betreffende Kaufkraft ver-

fügt (1).

Der Kredit kann auf lange oder kurze Sicht sein. Auf lange Sicht nimmt er die Form von Staatsanleihen, Obligationen und Aktien von ausländischen Gesellschaften an. Man ist sich sehr schnell darüber klar gewesen, daß diese Geschäfte auf lange Sicht sich in der Tat auf Waren beziehen. Wenn der Staat von Sao Paolo auf den Platz Paris eine Anleihe auf 50 Jahre aufnimmt, gibt ihm die Bevölkerung ihre Ersparnisse, aber der Staat Sao Paolo nimmt sie nicht in dieser Form über den Ozean mit. Er kauft Lokomotiven oder Wagen und bezahlt die Ingenieure und die Maschinen, die den Hafen ausbauen. Das Alles empfängt er auf Kredit, er empfängt Waren und Leistungen ohne auf dem Platz etwas Anderes als Schuldurkunden zu liefern, die er den Unterzeichnern der Anleihe gibt, und die an der Börse den Gegenwert der Maschinen bilden, die auf der anderen Seite des atlantischen Ozeans rollen, oder der übrigen Güter, die in Frankreich gekauft und in Sao Paolo verbraucht worden sind. Die Wertpapiere sind nur Vertreter des angelegten Kapitals und ihre Bewegungen folgen der Spekulation auf den Zins und auf das Kapital. Die Spekulation auf das Kapital zerlegt sich in eine Spekulation auf den Wert der Anlage innerhalb der ausländischen Volkswirtschaft und in eine Spekulation auf die Möglichkeit der verlustlosen Zurückziehung des Kredites, d.h. eine Spekulation auf den Devisenkurs.

---

1) Die Frage ist noch komplizierter, dadurch, daß der Engländer, der z.B. Dollar kauft, oder in einem Termingeschäft Dollar leiht, in der Tat auch Pfund verkauft und verleiht. Der Engländer erwirbt wohl die Kaufkraft in Dollar, aber überträgt eine Kaufkraft in Pfund. Die Pfunde waren ursprünglich in England unter dem Namen des Engländers und bleiben in England unter dem Namen des Amerikaners, der sie von Neuem einem Engländer überträgt (wenn er nichts kauft und die Pfunde auf der Bank liegen läßt, verleiht die Bank sie von selbst weiter). Gleichwohl bleiben die Dollar in Amerika und nichts scheint sich in beiden Ländern zu ändern.

Es gibt noch einen Kredit auf kurze Sicht, der nach dem Krieg von großer Wichtigkeit und Bedeutung geworden ist.

Er interessiert uns besonders, denn er rechnet nicht, wie der langfristige Kredit, zum Kapitalmarkt, sondern zu dem Geldmarkt. Er übt dort eine dauernde und unmittelbare Wirkung aus. Er bildet sozusagen die Atmung des Geldmarktes (1).

Der Umfang der flüssigen Kapitalien, die sich nicht fest anlegen wollen und von Platz zu Platz

---

1) Man wird uns gerne dieses Bild verzeihen, wenn man an die Liquiditätspolitik der französischen Banken zwischen der Stabilisierung des Franken (1926-1928 und dem Zurückfließen der im Ausland kurzfristig angelegten Kapitalien (1930-1931-1932) denkt. Während dieser Zeit unterhielten die französischen Banken bedeutende Guthaben im Ausland, sei es in Form von ausländischen Wechseln, sei es in Form von Bankkonten. Wenn eine von den Banken ihre Liquidität vergrößern mußte, so tauschte sie auf dem Devisenmarkt einen Teil ihrer Devisenguthaben in Franken um. Wenn der Pariser Geldmarkt zufällig enger wurde, so zogen alle Banken vor, ihre Liquidität durch Verkauf von Pfund oder Dollar zu vergrößern, z.B. nach der Pariser Krise im September 1930 (Krach B.N.C.) zogen die französischen Banken vor, ihre Londoner Anlagen zu verkaufen, die nur 2 1/8 % einbrachten, anstatt bei der B.d.F., zu 2 1/2 % französische Wechsel zu rediskontieren, die eine etwa 3 %ige Anlage waren. Jedes Monatsende brachte eine Schwäche des Pfundes gegen den Franc. Jede große Spannung auf dem Pariser Geldmarkt verursachte bedeutende Verkäufe von Pfund und Dollar. Der Kurs dieser Devisen sank oft unter den Goldpunkt. Gold kam nach Frankreich und wurde bei der B.d.F. in Franken umgewandelt. Es führte zu Schwierigkeiten und Unsicherheit für London und New York. Diese Liquiditätspolitik der französischen Banken war die gleiche vor dem Krieg - Commercial Banks, League of Nations, Geneva 1934 Seite 98 - nur war sie weniger ausgeprägt und London war reicher.

gehen, je nach ihren jeweiligen Interessen, ist nach dem Krieg von abnormaler Bedeutung geworden. Eine Statistik dieser wandernden Kapitalien ist sehr schwer aufzustellen. Die B.J.Z. (1) schätzt die Gesamtsumme der kurzfristigen ausländischen Guthaben auf 10 Milliarden Dollar, die auf den maßgebenden Geldmärkten zu Beginn des Jahres 1931 kurzfristig angelegt waren. Vor dem Krieg waren die Gelder, die an die geldsuchenden Länder gegeben wurden, in der Hauptsache langfristige Anleihen.

Die Ursache dieser Kapitalbewegungen war nach dem Krieg komplizierter zu erforschen als vorher und von der Politik der Notenbanken weniger abhängig. Das war der Fall, wenn z.B. infolge der Unsicherheit der Politik und der Währung Kapitalien flüchteten. Kapitalien sind in den Jahren 1925 - 1931 durch den außergewöhnlich hohen Zinssatz angelockt, nach Deutschland geflossen, ohne daß sogar am Ende dieser hohe Zinssatz die Kapitalien zurückhalten konnte. Man hat sie auch in New York sich anhäufen und als call money beschäftigen sehen, um den Börsenboom zu finanzieren und dann abzufließen, nachdem man sie nicht mehr benötigte. Nach dem Krach suchten viele Kapitalien ihre Zuflucht in Frankreich und begleiteten die französischen Flucht-Kapitalien, die zurückflossen. Die Hoffnung auf die Aufwertung des Pfundes zog sie nach London.

Die Goldbewegungen nach Frankreich fanden hauptsächlich 1930-1931-1932 statt. Sie stammten hauptsächlich aus Überschüssen der Zahlungsbilanz während der Inflationszeit und waren im Ausland als kurzfristige Anlagen geblieben. Nach der Stabilisierung 1926-1928 und besonders rasch von 1930 ab, vor der Weltkrise, flossen sie nach Frankreich zurück. Der Ursprung und der Umfang dieser Kapitalbewegungen geht aus der Tabelle der Zahlungsbilanzen Frankreichs hervor (2).

Die Goldbewegungen, die durch diese Kapitalwanderungen verursacht wurden und nach New York und Paris

---

1) Jahresbericht für 1932.
2) Siehe Tabelle der Zahlungsbilanz.

Französische Zahlungsbilanz (1).

Aktive Salden
Milliarden Francs von 1928.

	1913	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
Außenhandel		1,9	2,3		2,4					
Außenhandel der Kolonien										0,1
Fremdenverkehr	3,5	6,3	11,3	10,8	6,0	7,5	8,5	8,5	6,-	2,5
Seefrachten	1,7	2,0	2,6	3,1	3,4	3,2	3,1	2,7	2,4	2,-
Versicherung - Durchgangsverkehr	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Zinsen + Dividenden	9,5	2,2	2,5	2,3	3,-	3,5	5,5	5,1	4,-	2,-
Waren und Dienste	15,0	12,9	19,2	16,6	15,3	14,7	17,6	16,7	12,7	6,8
Reparationen		2,5	2,5	3,8	4,2	5,2	6,4	7,1	2,6	
Frz. Emissionen im Ausland		2,6	0,2	1,4	1,2	0,2	0,2			
Morgan-Kredit				1,5						
Tilgung von Krediten an der Bank of England und Brit. Treas.										6,8
Vermind.d.Goldes d. B.d.F.earmarked in New York										2,5
Goldausfuhr		0,2								
Devisenverkauf				1,5	2,2		5,1	4,1	6,3	17,6
Unsichtbare Kapitalzuflüsse	0,2					3,2		6,9	25,8	3,-
	15,2	18,2	21,9	24,8	22,9	23,3	29,3	34,8	47,4	36,7

---

1) Bis 1931: aus Schmölders Frankreichs Aufstieg zur Weltkapitalmacht. S. 44.
Die Angaben des Jahres 1932 stammen aus League of Nations, Commercial Banks 1925-33, Geneva 1934.
Beide fußen auf den regelmäßigen Veröffentlichungen von Meynial in Revue d'Economie politique.

Französische Zahlungsbilanz.

Passive Salden
Milliarden Francs von 1928.

	1913	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
Außenhandel	7,6			0,4		2,1	8,2	9,5	11,8	10,1
Auswärt.Handel der Kolonien	0,7	2,4	3,4	2,2	2,7	2,4	1,8	3,5	1,5	-
Arbeiter-Rücksendungen	0,2	1,3	2,4	2,7	2,5	2,2	2,5	2,5	1,8	1,2
Zinszahlungen des Staates		0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,9	0,7	0,4
Waren und Dienste	8,5	4,5	6,5	5,9	5,8	7,3	13,1	16,4	15,8	11,7
Ausländ. Emissionen in Frankreich	5,8			0,2	0,5	0,6	1,1	1,4	3,7	1,6
Regierungskredite an ausl. Staaten									1,1	
Schuldentilgung im Ausland		1,2	1,5	2,-	6,1	2,2	2,2	5,5	2,1	2,3
Bankkredite an ausländ. Notenbanken und Regierungen									6,2	
Goldeinfuhr	0,9				2,8	6,1	8,5	11,5	18,5	21,1
Devisenkauf						7,1				
Unsichtbare Kapitalausfuhr		12,5	13,9	16,7	7,7		4,4			
	15,2	18,2	21,9	24,8	22,9	23,3	29,3	34,8	47,4	36,7

strömten, bewirkten, daß sich die Goldreserven der Schuldnerländer aufbrauchten und sie in Schwierigkeiten brachten. Das ist in dem Bericht der Banque de Paris et des Pays bas in der Generalversammlung vom 12.4.1932 besonders hervorgehoben: „L'action régulatrice qu'eût dû normalement exercer la reprise des placements extérieurs à long terme de la part des nations créditrices, s'est trouvée constamment gênée, en effet, depuis la conclusion de la paix, par l'absence de stabilité politique, économique ou monétaire. Après avoir vainement tenté d'éviter les immobilisations, tout en bénéficiant des taux élevés que leur offraient certains pays étrangers, les capitaux inquiets s'accumulent aujourd'hui sans souci du rendement, dans les pays qui leur paraissent offrir une sécurité relative. Dans la mesure où ils affectent le marché des changes, ces mouvements provoquent aussi des déplacements de métal précieux. C'est ce que traduit notamment l'actuelle répartition de l'or, si souvent dénoncée comme la cause du déséquilibre mondial, alors qu'elle n'en est que le résultat ou plus exactement la manifestation visible".

Die B.d.F., die das Gleichgewicht der Zahlungsbilanzen anderer Länder so lange wie möglich schonen wollte, hat sich vergebens angestrengt, dem Goldstrom Einhalt zu tun, wie der Bericht der Golddelegation zeigt: „De nombreuses mesures ont été prises dans ce sens. La B.d.F. a maintenu le taux de l'escompte à un faible niveau. Elle a pris d'autres mesures pour favoriser les placements interieurs à court terme en encourageant notamment le développement des crédits d'acceptations. Le gouvernement français de son coté a réduit sensiblement les impôts sur les valeurs étrangères afin d'encourager les émissions étrangères en France. Toutefois ces mesures dont l'éfficacité ne saurait être contestée n'ont pas produit leur plein effet en raison de l'ébranlement de la confiance dans le monde entier, qui a paralysé depuis 1930 les mouvements internationaux des capitaux. Au contraire la France est devenue une refuge pour les capitaux étrangers, ce qui a contribué considérablement à accélérer les entrées d'or en France au cours des

années 1930-1931"(1).

Viele der kurzfristigen Kapitalien jeden Ursprungs, die durch die Welt wanderten, wurden in den Netzen der Devisenbewirtschaftungen der verschiedenen Schuldnerländer zurückgehalten.

Die internationalen kurzfristigen Kredite nehmen einerseits die Form kaufmännischer Kredite an, die vom Verkäufer dem Käufer beim Geschäftsabschluß nach kaufmännischem Brauch gewährt werden. Diese kurzfristigen Kredite in Form der Wechsel, die geschaffen wurden, um die Kaufgeschäfte zu vergegenständlichen, spielen am Devisenmarkt ihre Rolle, aber diese Rolle ist ziemlich verschieden von der Rolle der von den Banken gegebenen Kredite. Der Zweck dieser letzteren ist, die Begleichung der Schulden über den Verfalltag hinaus zu verschieben.

Diese Bankkredite werden von den Banken ihren Kunden oder Banken anderer Länder eröffnet. Sie erscheinen erst beim Nahen des Fälligkeitstages kaufmännischer Kredite und tragen dazu bei, das Gleichgewicht der Forderungen und Schulden der kreditnehmenden Länder zu halten. Das geschieht entweder durch Erhöhung der aktuellen Forderungen oder Reduzierung der fälligen Schulden, durch Hinausschiebung eines Teiles der Verpflichtungen. Diese Kredite sind im Hinblick auf den Wechselkurs und die Kapitalbewegungen die einzig wichtigen.

Die langfristigen Anleihen werden oft unter dem Einfluß der Politik gewährt. Anders verhält es sich bei den kurzfristigen Krediten. Das rein ökonomische Moment ist hier vorherrschend. Die Politik wirkt nur fördernd oder hemmend auf das Vertrauen. Die Politik spielt bei der Gewährung dieser Kredite niemals eine Rolle, denn sie sind für die Regierungen am wenigsten von Vorteil. Sie sind ein zeitweiliger Gleichgewichtsfaktor der Zahlungsbilanz, sie geben aber niemals einer Volkswirtschaft ein sicheres Mittel zur Arbeit.

Was die Frage betrifft, ob bei der Zurückziehung der kurzfristigen Kredite die Politik eine Rolle

---

1) Société des nations. Rapport de la délégation de l'or du comité financier, Juni 1932. Seite 16-17.

spielt, indem die aus der Zurückzahlung der Schulden herrührenden Schwierigkeiten für das Schuldnerland als politisches Druckmittel in den Händen des Gläubigerlandes dient, so ist diese Frage schwer zu lösen. Wenn die Politik schon so gespannt ist, daß man der Regierung des Gläubigerlandes zumuten kann, auf die Banken einen Druck auszuüben, um die Kapitalien, die sie einem Lande gegeben haben, zurückzuziehen, haben diese es wahrscheinlich schon seit langer Zeit aus Gründen des Vertrauens von selbst getan.

Das wirtschaftliche Moment, das die Bewegung der kurzfristigen Kapitalien bestimmt, zerfällt in zwei Wünsche: eine höhere Rendite zu erzielen und doch das Kapital durch langfristige schlechte Anlagen keiner Gefahr auszusetzen.

a) Goldwährung.

Die internationalen Beziehungen zwischen den Ländern mit Goldwährung werden mit einem Wort charakterisiert: Die Solidarität der Geldmärkte (1). Im vollkommenen Zustand würden die Geldmärkte wie ein einziger Markt arbeiten. Die Unterschiede zwischen den verschiedenen Plätzen würden sich ausgleichen. Wir haben den Devisenmarkt als Kontaktsektor der Geldmärkte bezeichnet. Der Kontakt ist unter Goldwährung theoretisch vollkommen; praktisch müssen einige Vorbehalte gemacht werden, die wir später noch erwähnen.

Wenn ein französisches Unternehmen, um Wolle zu kaufen, 4 % an seine Bank zahlen muß, und wenn ihm eine holländische Bank einen Kredit zu 2 % gibt, wird der Unternehmer den Kredit in Amsterdam nehmen und seine Wolle mit Gulden bezahlen. Wenn viele Unternehmer dasselbe machen, ist die Wirkung die, daß die Nachfrage nach Krediten in Francs in Paris sich vermindert, der Zinsfuß sinkt und in Amsterdam wird eine Zinshausse verzeichnet. Diese entgegengesetzten Bewegungen werden sich so lange fortsetzen, als die Unternehmer Interesse daran haben, Kredit in Amsterdam zu nehmen.

---

1) Weill, Die Solidarität d.Geldmärkte. Berlin 1911.

Wir sehen, daß der Unternehmer in diesem Falle die Wolle nicht in Francs kauft, sondern daß er holländische Wolle importiert, d.h. daß der zum produktiven Konsum bestimmte Gütervorrat - die Kapitaldecke - in Frankreich im Verhältnis zu Holland zu dünn war, da der Zinssatz in Paris 4 % betrug. Eine gewisse Menge holländischer Waren wird nach Frankreich eingeführt, um dort den Kapitalvorrat zu vermehren. Diese Güter, dieses Kapital, werden von der Wirtschaft „Holland" an die Wirtschaft „Frankreich" auf Kredit geliefert, denn der Verkäufer wird wohl bezahlt, nämlich mit den Gulden der Bank, aber diese ist Gläubigerin des französischen Importeurs. Sie stellt sich was den Kredit betrifft, an die Stelle des Wollverkäufers.

Die Volkswirtschaft „Frankreich", wo der Zinsfuß sehr hoch ist, zieht von der Volkswirtschaft „Holland" Kapitalien an und dieser Zustand dauert so lange, als die Kapitalbewegung die Zinsspanne noch nicht ausgeglichen hat. Die Volkswirtschaft „Frankreich" wird so lange Schuldnerin bleiben, als der Zinsfuß dort höher oder gerade so hoch wie in Holland ist, d.h. so lange als die Kapitaldecke dort dünner sein wird.

Man sieht also wie die Banken beim Eröffnen eines Kredites an das Ausland, dorthin Waren schicken, - ganz genau, als wenn es sich um eine langfristige Anleihe handelte - und wie die Posten der Bankbilanzen „Guthaben im Ausland" gerade so wie die an der Börse gehandelten ausländischen Anleihen Güter darstellen, die in das Ausland geschickt wurden und die dort auf kurze Frist - manchesmal für längere Zeit - bleiben.

Die Eröffnung von Krediten im Kontokorrent, wie wir es eben geschildert haben, stellt ein wichtiges Mittel der Kapitalbewegung dar. Sie ist aber nur sehr großen Gesellschaften, hauptsächlich Banken möglich, die einen internationalen Ruf genießen und Kredit in jedem Land erhalten können. Das gilt nicht für die Allgemeinheit der Unternehmungen.

Man findet öfters die Diskontierung von Handelswechseln und von Bankakzepten. Nehmen wir als Beispiel einen Exporteur, der Lyoner Seide nach Amerika exportiert. Er hat seinen Verkauf, zahlbar nach drei

Monaten, gegen eine Tratte in Dollar in Höhe dieses Betrages abgeschlossen. Mehrere Möglichkeiten stehen ihm offen. Er kann die Tratte behalten. Er kann sie in Dollar rediskontieren. Er kann sie rediskontieren und die Dollar verkaufen. Der erste Fall ist nicht sehr häufig in der Praxis, denn der Exporteur muß sein Betriebskapital wieder flüssig machen. Wenn es doch geschieht, daß der Exporteur die Tratte im Portefeuille behält, gibt er der amerikanischen Volkswirtschaft Kredit. Er überläßt ihr Arbeitsmittel und Unterhaltsgüter und finanziert die Kapitalausfuhr. Wenn wir annehmen, daß die beiden Länder unter dem Goldstandard stehen, was praktisch eine bedeutende Bewegung des Wechselkurses ausschließt, kann der französische Exporteur diese Haltung nur einnehmen, wenn der Zins in Amerika höher ist als in Frankreich (und als die Rendite seines Geschäftes).

Der Diskont der Dollartratte als zweite Möglichkeit ändert nur die Form der Förderung. Der Exporteur kann sie für die Zinsen stehen lassen oder irgendwie anlegen. Güter in Amerika zu kaufen, um sie zu exportieren, würde heißen, daß die Importe mit Exporten bezahlt werden.

Im dritten und normalen Falle wendet sich der französische Exporteur an seine französische Bank, um ihr die Dollartratte zu diskontieren und zu verkaufen. Das bedeutet, daß er der amerikanischen Volkswirtschaft nicht mehr Kredit geben will oder kann, aber die französische Bank gibt nun den Kredit, den der Exporteur nicht mehr weiter gewährt. Sie behält die Tratte bis zum Verfalltermin und zu dieser Zeit wandelt sich durch die Einlösung der Tratte der Wechselkredit in Kontokorrentkredit um, und wird so weiter gehalten, wenn die Bank es will. Die Bank verlängert so den Kredit des Exporteurs. Sie wird damit so lange fortfahren, als sie darin einen Vorteil sieht.

Diese Kredite an das Ausland, seien sie von den Exporteuren direkt oder von den Banken gegeben, bewirken, daß die Kapitaldecke im Ausland stärker und im Inland dünner wird, wodurch der Zins im Ausland sinken und im Inland steigen wird, was zu einem Ausgleich der Zinssätze führt.

Wenn die Zinsspanne aus irgend einem Grunde nicht mehr von Vorteil oder sogar von Nachteil wird, wird die Bank ihre Dollar verkaufen und, wenn wir annehmen, daß alle Banken dieselbe Erwägungsgrundlage haben, um die Geschäfte zu prüfen, und daß die eine nicht den Kredit geben will, den eine andere nicht mehr halten will, so ist der einzige in Frage kommende Käufer ein französischer Importeur, der amerikanische Waren importiert hat und sie bezahlen muß. Entweder gibt es genug Importe von Amerika nach Frankreich, um eine Nachfrage für die angebotenen Dollar zu schaffen, d.h., daß die Waren, die von Frankreich den Amerikanern zur Verfügung gestellt wurden, wieder nach Frankreich kommen. Oder der Import aus Amerika bildet nur eine ungenügende Nachfrage nach Dollars. Der Dollarkurs sinkt unter dem Druck der Kredite, die man liquidiert.

Der französische Kreditgeber verdankt in diesem Falle dem Goldstandard, daß der Wechselkurs nicht sehr stark von der Parität abweicht und, daß sein Verlust, wenn überhaupt einer entsteht, gering bleibt.

Wenn die Zurückziehung der Kredite rasch ausgeführt werden muß (1), rascher als die Warenbewegungen stattfinden können - und als sie in Wirklichkeit stattfinden, denn sie sind durch die verschiedenen Preisniveaus bedingt, - dann erfolgt die Bezahlung in Gold und man beobachtet Goldbewegungen, anstatt der Warenbewegungen (2). Die Goldreserven eines Landes garantieren das Zurückfließen ohne Verlust des ihm einmal anvertrauten Kapitals.

Die Diskontgeschäfte, von denen wir sprachen, haben Handelswechsel zum Gegenstand. Aber da sie gewöhnlich sehr verschiedene und im Ausland unbekannte

---

1) Das Gleiche geschieht, wenn die nationalen Kapitalien flüchten.

2) Das Gold, das ein Land verläßt, entzieht ihm seine Grundlage für die Geldschöpfung und das Gegenteil geschieht in dem Land, in das es fließt. Diese strategische Macht des Goldes verleiht ihm so eine bestimmte Bedeutung in der Preis- und Zinsbildung.

Unterschriften tragen, deren Bonität für den Ausländer schwer festzustellen ist, sind diese Wechsel für die Kapitalbewegungen von verhältnismäßig kleinerer Bedeutung. Im Gegensatz dazu bieten die Bankakzepte ein hervorragendes Mittel für die kurzfristigen Auslandskredite. Die Unterschriften sind immer bekannt und ihre Bonität leicht zu schätzen. Die Anlage ist immer liquid.

Wenn wir noch einen Zinsfuß von 6 % in Amerika und einen von 2 % in Frankreich annehmen, spielt sich die Kapitalbewegung folgendermaßen ab: Eine französische Bank will die höheren ausländischen Zinssätze ausnutzen, anstatt in Paris Inlandswechsel zu kaufen und das Geld mit 2 % anzulegen. Sie kauft Dollar und gibt ihrem Geschäftsfreund in New York den Auftrag, dort Bankakzepte für ihre Rechnung zu kaufen. In Paris ist die Nachfrage nach Wechsel zum Diskont weniger stark, der Zins ist geneigt hier zu steigen und in New York zu sinken, da das Angebot an Kapitalien beim Diskont stärker ist. Es folgt ein Ausgleich der Zinssätze auf den beiden Plätzen.

Was eigentlich passiert, um diese Erscheinung der kommunizierenden Röhren zu Tage zu bringen, kann nur durch das Verständnis des Kredit- und Devisengeschäftes erklärt werden. Die Bank hat Dollar gekauft, die ihr von einem französischen Exporteur angeboten worden sind, und sie gibt den Kredit, den dieser nicht geben konnte oder wollte. Sie erhält die Dollar eines Exporteurs und nicht eines anderen Wirtschaftsagenten, denn eine amerikanische Bank gibt keine Dollar zu 6 % gegen Francs zu 2 % und keine Spekulation auf den Wechselkurs ist bei einem wirklichen Goldstandard vorhanden.

So tendieren die Kapitaldecken im Verhältnis zu der Bevölkerung und dem Zinssatz, der sich daraus ergibt, in allen Ländern mit Goldwährung sich auszugleichen. Das bedeutet aber nicht, daß der Zinssatz überall absolut der gleiche sein muß. Der Zinssatz enthält immer eine Risikoprämie, die sich im Allgemeinen nicht von dem reinen Zinssatz trennen kann, und die Prämie ist mehr oder weniger hoch je nach dem Grad des Vertrauens, das ein Land genießt.

Die Unkenntnis der Sprache und der Bräuche, hauptsächlich der juristischen, die oft berechtigte Befürchtung, daß die Richter sich verleiten lassen können, ihre Staatsangehörigen zu begünstigen, die Schwierigkeit für die Gläubiger, vertrauenswürdige Auskünfte über die Person des Schuldners zu erhalten, verhindern einen vollständigen Ausgleich der Zinssätze.

b) Vom Gold unabhängige Währungen.

Jeder Kredit enthält eine doppelte Spekulation: eine auf den Zinssatz und eine auf die Sicherheit des Kapitals. Der Goldstandard hat zur Wirkung die Spekulation auf das Kapital, d.h. hier auf den Devisenkurs verschwinden zu lassen, denn in diesem Fall wird der Devisenkurs zwischen den Goldpunkten gehalten. Dank der Fortschritte der Technik haben sich diese sehr einander angenähert und lassen keinen Platz für einen beachtlichen Gewinn oder Verlust auf den Devisenkurs.

Zwischen Ländern unter dem Goldstandard ist der einzige Geschäftsmoment die Höhe des Zinssatzes und das Vertrauen in den Schuldner, der Kredit ist also ein rein handelsbankmäßiger Vorgang. Anders ist es, wenn eine Devise nicht an das Gold gebunden ist. Es sind dann keine Goldpunkte mehr, um die Schwankungen der Devisenkurse in engen Grenzen zu halten. Der Faktor „Spekulation auf den Wechselkurs" nimmt viel vor der Spekulation auf die Höhe der Zinssätze den ersten Platz ein.

Es hat keinen Zweck, das Geld zu einem höheren Zinssatz herzugeben, wenn man sich dadurch der Gefahr aussetzt, in einigen Tagen oder Stunden einen Teil des Kapitals zu verlieren. Man zahlt dagegen gern einen hohen Zinssatz, wenn man das Kapital durch eine glückliche Spekulation beträchtlich zu vermehren gedenkt.

Im Verkehr unter Ländern, die nicht unter dem Goldstandard stehen, verlieren die internationalen Kredite als solche (1) ihren Charakter als Handels-

---

1) Es erfolgt eine Trennung zwischen Vertrauen in die

kredite und als Bankkredite, sie werden Spekulationskredite. Diese Spekulation nimmt die Form eines Kaufes von Devisen an, nicht um diese zu Zahlungen von Käufen im Auslande zu verwenden, sondern um in dem günstigsten Augenblick diese Devisen gegen andere zu tauschen und so einen Gewinn zu realisieren.

Unter solchen Voraussetzungen würde der Beruf des Bankiers nicht mehr darin bestehen, bankmäßige Geschäfte zu betreiben, sondern darin, dauernd zu spekulieren, wenn die Praxis in den Beziehungen unter Ländern, die nicht unter dem Goldstandard stehen, die Teilung zwischen der Spekulation auf den Zinssatz und der Spekulation auf das Kapital (Wechselkurs) oder zwischen den bankmäßigen und den Spekulationsgeschäften nicht eingeführt hätte, indem sie neben dem Devisenkassamarkt den Devisenterminmarkt geschaffen hat(1).

In der Teilung zwischen Termin- und Kassageschäft bleibt das Kassageschäft der eigentliche Devisenmarkt und der Tummelplatz der Spekulation auf den Devisenkurs. Die Spekulation auf den Kurs bedarf des Devisenterminmarktes prinzipiell nicht, denn es genügt ihr, zu kaufen bzw. zu verkaufen (2) und die Verwirklichung

---

Währung und Vertrauen in die juristische Person des Schuldners. Der Kredit, der auf dem Vertrauen in die Person des Schuldners beruht, bleibt Handels- bzw. Bankkredit.

1) Wenn man doch das Vorhandensein eines Terminmarktes zwischen zwei Goldwährungen, wie dem Franc und dem Dollar, bei ihrer Parität von 1934 beobachtet, so kommt es, daß gerade die Aufrechterhaltung dieser Parität unsicher ist.
Die Meinung der Spekulation, wonach der Dollar keine Goldwährung wäre, ergibt sich aus dem Bericht der Frankfurter Zeitung vom 25.Januar 1935: „Wäre der Dollar eine zwischen den Goldpunkten fest fixierte Währung, so müßte... Wenn trotzdem ... so ist das also überhaupt nur der Tatsache zuzuschreiben, daß der Dollar in Wirklichkeit nicht als eine stabile Währung angesehen wird".

2) Man kann Kassa verkaufen, was man bereits geliehen hat.

ihrer Hoffnungen zu erwarten.

Der Devisenterminmarkt ist, wie noch zu zeigen sein wird, ein Kreditmarkt und als solcher ein Teil des Geldmarktes und er dient zur Finanzierung der Einfuhr bzw. der Ausfuhr von Waren.

Das Wesen und die volkswirtschaftliche Bedeutung des Devisenterminmarktes ist von der des Effektterminmarktes sehr verschieden. Die Effektenbörse kennt nebeneinander einen Effektenterminmarkt und einen Markt für Reportgelder, auf dem Devisenmarkt kennt man nur einen von beiden.

Die Devisentermingeschäfte, die den Effektentermingeschäften entsprechen und deren juristische Definition lautet: Kaufen und Verkaufen eines bestimmten Betrages ausländischer Währung mit der Abmachung, daß die Zahlung und die Lieferung in einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt stattfinden soll, haben keine volkswirtschaftliche Bedeutung (1). Sie sind auch auf

---

1) Wir stehen auf dem Standpunkt, daß dem Effektenterminmarkt gleichfalls keine grundlegende volkswirtschaftl. (wohl aber eine privatwirtschaftl.) Bedeutung zukommt. Seine Preisgestaltung ist kein elementares Moment, sondern hängt von dem volkswirtschaftl. Faktor, dem Reportmarkt oder dem höheren Begriff: dem Geldmarkt, (wenn ein Reportmarkt gerade nicht organisiert ist) ab. Mit Otto Donner in seiner Veröffentlichung des Instituts für Konjunkturforschung „Die Kursbildung am Aktienmarkt" Okt.1934, glauben wir wohl, daß die „Divinationsgabe" der Börse wohl ein Reflex der Tätigkeit der Insider ist, aber daß die Kursbildung entscheidend von der Kreditpolitik der Banken (also von der Lage am Geldmarkt) abhängt. Allein eine große Reagibilität des Effektenmarktes (größere als bei den anderen Märkten) und die allgemein geringe Beachtung, die das Publikum und die handelnden Wirtschaftskreise dem Geldmarkt entgegenbringen, haben die Kursentwicklung an der Börse zu einem Thermometer der Wirtschaft gemacht, obwohl sie u.E. bei den großen, alle Effekten treffenden Bewegungen nur als sofort eintretende Wirkung einer

dem börsenmäßigen Markt nicht zu finden.

Als Grundlage in der Geldschöpfung entspricht der börsenmäßige Devisenterminmarkt dem Wesen und der Bedeutung nach dem Effektenreportmarkt. Beide bestehen nur aus Leih- und Verleih-Geldgeschäften, sie dienen der Geldschöpfung und der Finanzierung anderer Geschäfte und Tätigkeiten. Das Vorhandensein eines Devisenterminmarktes ist gewöhnlich durch die Bedürfnisse der Importeure und Exporteure, ihren Wechselkurs zu sichern, begründet. Das ist ein rein privatwirtschaftlicher Gesichtspunkt.

Vom volkswirtschaftlichen Standpunkt aus bedeutet der Terminmarkt die Finanzierung von Import und Export durch die Spekulanten und durch die Banken und die Teilung der Arbeit zwischen diesen beiden.

Drei Parteien erscheinen auf dem Devisenterminmarkt: Der Exporteur (bzw. Importeur), der Spekulant und der Bankier. Rein abstrakt gedacht, geht der Spekulant ein Risiko ein und erzielt einen Gewinn, ohne imstande zu sein, zu liefern oder zu übernehmen, was er verkauft oder gekauft hat. Der Bankier ist kapitalkräftig, aber er will kein Risiko über das übliche Maß eines Bankgeschäftes hinaus eingehen und er verzichtet auf jeden Spekulationsgewinn. Es kann sein, daß beide in derselben Person vereinigt sind, es kann sein, daß der Bankier spekuliert, aber beim theoretischen Denken muß man unterscheiden, denn es ist nicht der Zweck der Bank, zu spekulieren.

Gehen wir zuerst von dem Exporteur aus (man könnte

---

tieferen, nicht beobachteten Ursache zu bewerten ist.

Als Beispiel dafür können wir erwähnen: Die Kapitaleinfuhr von 1926 und der darauf bauende Aufschwung; den schwarzen Freitag an der Berliner Börse am 13.Mai 1927 infolge der Ankündigung von Reportgeldkürzungen; Mitte 1929 bei der sog. Mengenkonjunktur das Sinken der Kurse trotz steigenden Eingangs von Aufträgen bei den Betrieben; die Kredit-Kündigungen und die Kreditrestriktionen vom Herbst 1930 und Sommer 1931 verursachen ebenfalls ein Sinken der Notierungen an der Börse.

auch vom Importeur ausgehen, man hätte dann nur die Begriffe zu ändern.) Der Exporteur hat gebrauchsgemäß Waren auf 3 Monate verkauft. In 3 Monaten wird er die Devisen des Warenverkaufs erhalten. Er befindet sich in der Lage, à la hausse des Dollars spekuliert zu haben. Spekulieren ist nicht die Aufgabe eines Industriellen oder eines Kaufmanns, er wälzt die Aussicht des Geschäftes auf Gewinn oder Verlust auf einen Spekulanten ab, indem er sich den Verkaufskurs sichert. Er verkauft einem Spekulanten die aus dem Warenverkauf herstammenden Devisen zu demselben Termin von 3 Monaten. Am Verfalltag wird er sie dem Spekulanten liefern und den vor 3 Monaten vereinbarten Preis erhalten.

Der Exporteur will zuerst nur eines: sich den Verkaufskurs seiner Devisen sichern und dies ist am besten möglich (1) unter der Form eines Devisentermingeschäftes (opération à terme sec), das er mit seinem Bankier an dessen Schalter abschließt. Er überläßt dem Bankier (2) die Sorge, die nötigen technischen Handlungen zu erledigen, die zur Abwicklung des Geschäftes auf dem Markt nötig sind.

---

1) Der einfache Kassaverkauf der Dollar, der die gewünschte Kurssicherung herbeischafft, ist nicht gangbar, denn der Exporteur verfügt über die Dollars nicht. Die Diskontierung von Wechseln und der Verkauf des Diskonterlöses, was für diesen Zweck möglich ist, führt nicht zu der börsenmäßigen Gestaltung des Marktes, die bei dem Devisentermingeschäft erreicht ist.
   Das Kontokorrent auf einigen wenigen Banken bildet für den internationalen Zahlungsverkehr ein entwickeltes und für die börsenmäßige Marktgestaltung ein fungibleres Instrument als die Banknote und der Scheck für Kassageschäfte und der Wechsel für Termingeschäfte.
2) In diesem Fall handelt der Bankier nach dem Pariser und dem an anderen Devisenmärkten üblichen Brauch wie ein Käufer. Volkswirtschaftlich können wir ihn wie einen einfachen Beauftragten ansehen, der einen ziemlich komplizierten Auftrag seines Kunden ausführt.

Devisenmarkttechnisch ausgedrückt, das Geschäft des Exporteurs besteht aus

einem Kassaverkauf

und der Hereinnahme von Dollar auf 3 Monate

Der Bankier, der die Aufträge seiner Kunden ausführt und sich auf die Rolle eines Bankiers beschränkt, kann die Geschäfte mit einem Exporteur liquidieren, um nicht in der Spekulation zu bleiben. Dies interessiert uns in diesem Falle nicht, das heißt nur, daß die Importe mit dem Export bezahlt werden. Bleiben wir bei unserer Annahme und setzen dabei voraus, daß ein Exportüberschuß vorhanden ist. Der den Auftrag ausführende Bankier kann dem Exporteur nur einen Spekulanten gegenüberstellen, der

Kassa kauft

und Dollar auf 3 Monate hineingibt.

Der Exporteur will ein zweites Geschäft ausführen: er will seinen Export finanzieren. Er hat ein bestimmtes Kapital in den Kauf der von ihm exportierten Güter investiert. Er hat gegen einen Amerikaner eine Dollarforderung auf 3 Monate und er hat sie, um sich den Kurs am Verfalltag zu sichern, auf Termin auf 3 Monate verkauft.

Es fehlen dem Exporteur die finanziellen Mittel, um sein Geschäft weiter zu betreiben. Erst in 3 Monaten wird er Franken haben. Er verschafft sich die Franken und finanziert dadurch sein Gewerbe, indem er seine Dollar für 3 Monate gegen francs hineingibt.

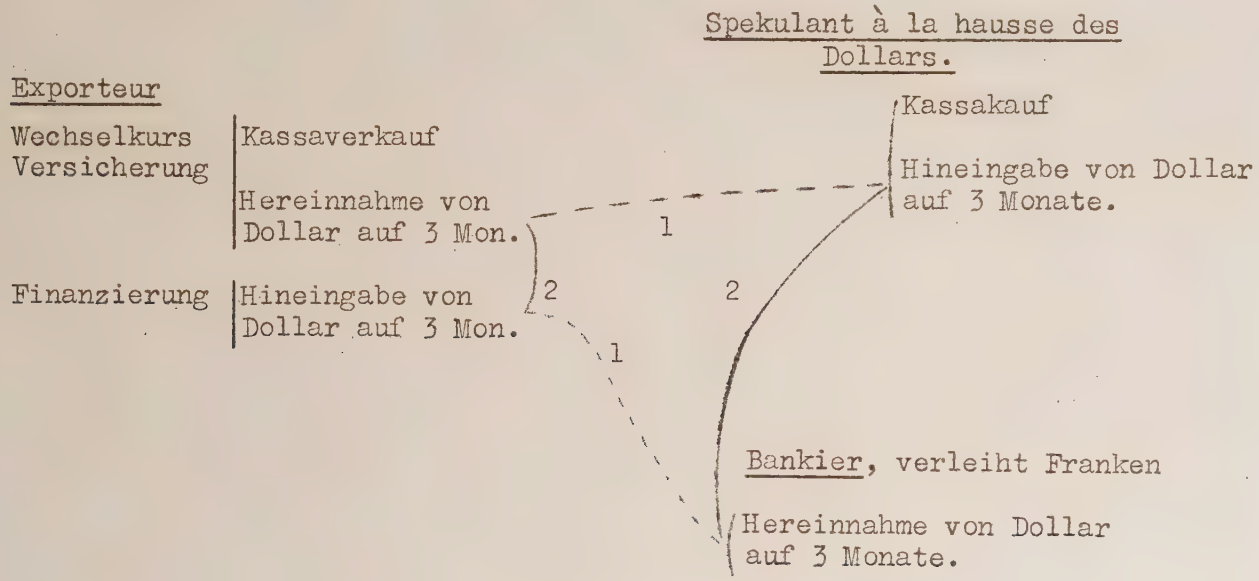
Hineingeben von Dollar auf 3 Monate.

Diesen beiden Partnern gegenüber steht die Bank, die in ihrer Rolle als solche nur Franken verleiht. Sie verleiht ohne Unterschied an den einen wie an den anderen, gerade wie das Glück des Marktes es will.

Der Devisenmarkt kann folgendermaßen schematisiert werden: (Zeichnung s.n.Seite.)

Die Termingeschäfte können nach der Linie 1 oder 2 verlaufen.

1) bedeutet, daß der Exporteur sich den Devisenkurs bei dem Spekulanten sichert, der die Gewinn- und Verlustmöglichkeiten übernimmt und der Exporteur finanziert direkt seinen Export durch das Geschäft mit der Bank.


Spekulant à la hausse des Dollars.
Exporteur
Wechselkurs Versicherung
Kassaverkauf
Hereinnahme von Dollar auf 3 Mon.
Finanzierung
Hineingabe von Dollar auf 3 Mon.
Kassakauf
Hineingabe von Dollar auf 3 Monate.
1
2
2
1
Bankier, verleiht Franken
Hereinnahme von Dollar auf 3 Monate.

2) bedeutet, daß der Exporteur in sich selbst Leih- und Verleihgeschäfte kompensiert und nur Kassa verkauft. Dadurch sichert er sich seinen Devisenkurs und finanziert seinen Export mit einem Schlag. Der Spekulant kauft die Dollar Kassa und verleiht sie an die Bank, um sein Geschäft zu finanzieren.

Die Finanzierung des Gewerbes des Exporteurs findet indirekt auf dem Wege über den Spekulanten statt.

Wenn die Spekulation „neutral" ist, das heißt weder à la hausse noch à la baisse liegt, werden die Leihsätze, sogenannte Reportsätze, zu welchen diese Geschäfte abgeschlossen werden durch den Unterschied zwischen den Zinssätzen in Paris und auf den in Frage kommenden ausländischen Plätzen festgestellt. Wenn der Zinssatz in Paris höher ist als im Ausland, erhält derjenige, der Franken gegen die Devisen eines Landes mit niedrigerem Zinssatz als dem französischen gibt, ein Mehr in der Höhe des Zinsunterschiedes. Dieses Mehr nennt man Report.

Wenn der Zinssatz im Ausland höher als in Frankreich ist, verzeichnet man einen Deport. Wenn der Markt einen Report auf den Dollar in Paris notiert, dann wird entsprechend in New York ein Deportsatz auf den Franc notiert.

Report und Deport drücken sich in einem Unterschied zwischen Kassa- und Terminkurs aus. Diese Gestaltung der Reportsätze nach dem Zinsunterschied auf den verschiedenen Plätzen gilt, wenn die Spekulation sich zurückhält. Diese Annahme, daß die Spekulation neutral ist, ist selten zu beobachten, wenn die Goldwährung im In- und Ausland nicht sicher gestellt ist.

Wenn viele à la hausse des Dollars spekulieren, stürzen sie sich auf die Dollar, die ihnen die Exporteure liefern können und, um sie bezahlen zu können, nehmen sie Geld bei der Bank auf.

Wenn diese Möglichkeit einmal erschöpft ist, versuchen die Spekulanten à la hausse des Dollars Spekulanten à la baisse des Dollars heranzuziehen, die ihnen als Gegenpartei dienen sollen und dafür bieten sie ihnen einen Vorteil. Diese neuen Spekulanten nehmen die Stelle des fehlenden Exporteurs ein und verkaufen gegen Kassa Dollar.

Die Spekulanten à la baisse, nach der Definition besitzen keine Dollar und müssen sie irgendwo leihen, sie leihen gerade die Dollar, die sie dem Haussespekulanten verkauft haben.

Es kann sein, daß der Spekulant à la hausse einen Ausländer trifft, der sich einverstanden erklärt, ihm Dollar gegen francs Kassa zu verkaufen und der die Dollar wirklich besitzt und sie infolgedessen nicht hereinzunehmen braucht. Es ist sehr selten.

Im Ausland wie im Inland hat die Spekulation wohl dieselbe Grundlage, um die Lage zu beurteilen, und in einem gegebenen Augenblick ist sie ganz à la hausse oder dagegen ganz à la baisse. Es folgt daraus, daß die Spekulanten à la hausse nur sehr schwer Spekulanten à la baisse finden, sie müssen ihnen immer größere Vorteile bieten.

Der Spekulant à la hausse des Dollars zahlt dem Spekulant à la baisse dafür, daß er Dollar hereinnehmen will. Das Streben der Spekulanten à la hausse verwandelt einen Deport auf Dollar in einen Report und wirkt daraufhin, daß der Reportsatz sich erhöht.

Der Spekulant à la baisse des Dollars verkauft also zu einem höheren Kurs und vermindert seine Verlust- (und allerdings auch seine Gewinn-) möglichkeiten.

Der französische Exporteur kann nur mehr ausführen als der Importeur einführt, wenn er einen Spekulanten à la hausse des Dollars und eine Bank findet, die das Geschäft finanzieren. Der Eintritt der Bank in das Geschäft hängt von dem Zins ab, den sie erhält, also von der Höhe des Reportsatzes, der wiederum von der Regsamkeit der Spekulation abhängt.

Die Güterbewegung auf Kredit deckt sich hier auch mit der Kapitalbewegung, und diese wird durch die Spekulation bestimmt. Der Zinsunterschied ist nicht mehr maßgebend.

Wenn die Bank viele Gelder in Reportgeschäfte anlegt, finanziert sie entweder Exportgeschäfte, wenn dem Spekulanten à la hausse ein Exporteur gegenübersteht, oder sie finanziert die Devisenspekulation, wenn dem Spekulanten à la hausse des Dollars ein Spekulant à la baisse gegenübersteht.

Diese Reportgeschäfte bedeuten eine Geldschöpfung durch die Bank. Je regsamer die Spekulation ist und je höher die Reportsätze sind, um so mehr werden die Banken veranlaßt, Franken gegen die Hereinnahme von Dollar zu schaffen. Die Spekulation ist es, die, indem sie die Reportsätze bestimmt, die Banken veranlaßt, mehr oder weniger Kapital der Spekulation à la hausse der ausländischen Devisen und dem Export zur Verfügung zu stellen.

Die Geschäfte auf dem Terminmarkt bleiben nicht ohne Einfluß auf die betreffende Volkswirtschaft.

Wenn die Geschäfte sich zwischen dem Exporteur, dem Spekulanten und dem Bankier abspielen, so schafft dieser Geld auf der Basis der Exporte, d.h. auf der Basis eines Teils des Real-Sozialeinkommens oder eines Teiles der Realkapitalsubstrate, die sich im Auslande befinden. Diesem wurden sie für eine Zeit geliehen. Da zwar das Geld im Inland bleibt, so folgt daraus eine Senkung des Geldzinses, während der Realzins, infolge davon, daß die Realkapitalsubstrate die Volkswirtschaft verlassen haben, steigt. Diese Entwicklung führt nicht immer zur Herstellung des Gleichgewichtes dieser beiden Zinssätze. Die Bildung eines Unterschiedes und seine Vergrößerung ist eine Erscheinung der Inflation. Diese Inflation drückt sich in dem Preise aus. Eine vergrößerte Geldmenge gegenüber einer verminderten Menge von Gütern des reproduktiven Konsums verursacht, der Quantitätstheorie folgend, eine Preissteigerung (1).

Wenn der Bedarf des Exporteurs auf dem Markt befriedigt ist und wenn darüber hinaus sich zwei Spekulanten gegenüberstehen, der eine à la hausse und der andere a là baisse, müssen diese die Banken in ihre Spekulation einschalten. Der Spekulant à la hausse

---

1) Diese Inflationserscheinung auf der Basis der Devisentermingeschäfte, verbunden mit der Kreditausdehnung in Amerika, sind für den volkswirtschaftlichen Zustand der Welt vor der Krise im Jahre 1931 charakteristisch. (Es kommen noch hinzu andere technische Mittel der Kreditausdehnung wie der Goldexchangestandard und der Mißbrauch der Finanzakzeptkredite.)

des Dollars muß die Dollar Kassa kaufen und sie bezahlen; er kann sich nicht mit der Eröffnung eines Frankenkredites in seiner Buchhaltung auf den Namen des Spekulanten à la baisse zufrieden geben, er muß ihn von seiner Bank erkennen lassen.

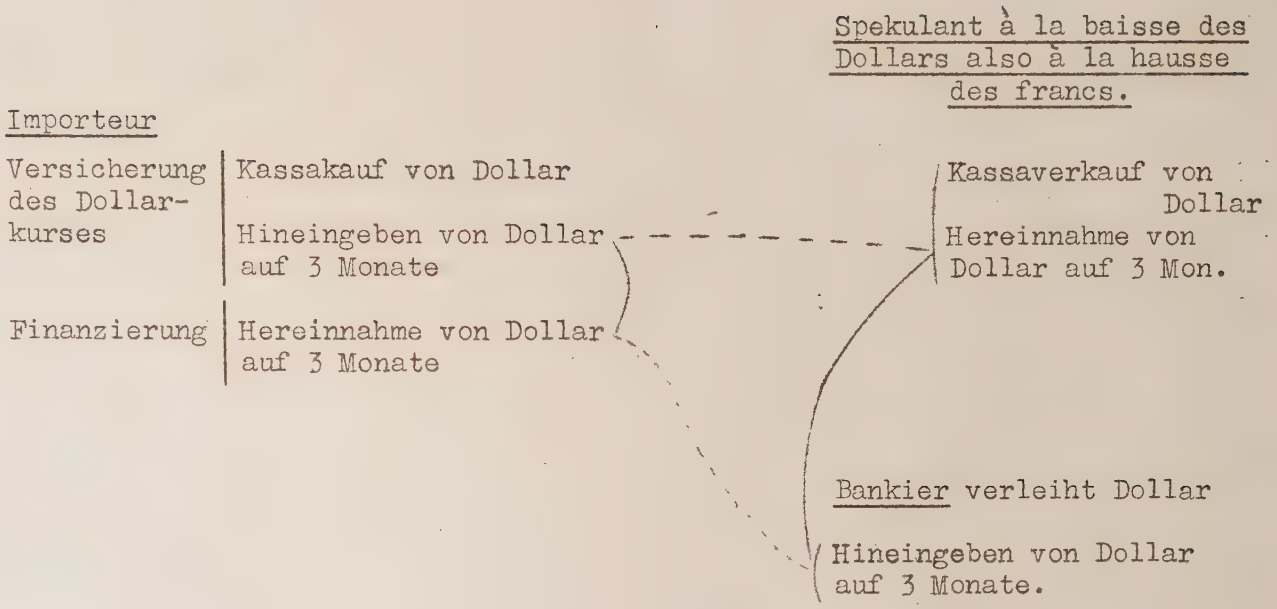
Der Spekulant à la baisse des Dollars, seinerseits, verkauft Dollar Kassa und muß sie liefern. Ein einfaches Gutschreiben in seinen Büchern unter dem Namen des Spekulanten à la hausse ist diesem nicht von Nutzen. Er will einen Kredit bei einer amerikanischen Bank.

Die französischen und die amerikanischen Banken schaffen also in diesem Falle beide einen Kredit, und zwar einen gleichhohen. Das ist Geld, das in jeder der beiden Volkswirtschaften zirkuliert. Welchen Einfluß dieses Geld auf die Preis- und Zinsgestaltung in den beiden Ländern haben kann, ist eine Frage, die wir hier nicht behandeln wollen.

Wenn wir diese Probleme vom Gesichtspunkt des Importeurs aus betrachten, das heißt, wenn der Import den Export übersteigt, stellt sich das Schema folgendermaßen dar: (Zeichnung s.n.Seite.)
Wir sehen, daß als Gegenkontrahent zu dem Importeur ein Spekulant à la baisse des Dollars, also à la hausse des francs auftritt und das Ganze - Import und Spekulation - wird durch eine Bank gestützt, die Dollar liefert. Es kann nur eine amerikanische Bank sein, denn eine französische hat prinzipiell keine Dollar. Sie kann nur die Dollar haben, die sie einem Exporteur abgekauft hat - und hier nehmen wir an, daß die Importe größer sind als die Exporte, Gesichtspunkt der Importeure - oder die Dollar, die ihr von einer amerikanischen Bank zur Verfügung gestellt worden sind.

Man sieht also, daß der französische Export und die Spekulation à la hausse der ausländischen Devisen - also à la baisse des francs - von den französischen Banken finanziert werden und daß die französischen Importe und die Spekulation à la hausse des francs durch die ausländischen Plätze finanziert werden.

Das zeigt, wo die Regierungen, deren Währungen von der Spekulation angegriffen werden, einzugreifen


Spekulant à la baisse des Dollars also à la hausse des francs.
Importeur
Versicherung des Dollar-kurses
Kassakauf von Dollar
Hineingeben von Dollar auf 3 Monate
Finanzierung
Hereinnahme von Dollar auf 3 Monate
Kassaverkauf von Dollar
Hereinnahme von Dollar auf 3 Mon.
Bankier verleiht Dollar
Hineingeben von Dollar auf 3 Monate.

haben. Die Spekulation, die sich nicht finanzieren kann, ist machtlos und die Quellen ihrer Finanzierung sind in Reichweite der Regierung.

II. Der Pariser Devisenmarkt.

a) Beziehungen von Paris mit dem Ausland.

Der Geldmarkt von Paris ist mit den ausländischen Plätzen durch Filialen, Tochtergesellschaften im Ausland und ausländische Geschäftsfreunde der französischen Kreditinstitute und auch durch ausländische Banken in Paris und die französischen Geschäftsfreunde ausländischer Kreditinstitute verbunden. Sehr oft findet die Gründung von Bankgesellschaften für das Ausland gemeinsam durch mehrere Häuser statt. Die Banken können, wenn es gilt, ihren Individualismus dämpfen, um verderbliche Konkurrenz zu vermeiden.

Der comptoir national d'escompte de Paris hat 3 Agenturen in England, 1 in Brüssel, 3 in Ägypten, 2 in Australien und mehrere in China und Japan. Sie wird in New York durch ihre Filiale, die french American banking Comp. vertreten.

Der Crédit Lyonnais hat mehrere Agenturen in England, Spanien, Belgien, der Schweiz und Türkei. Der Crédit portugais ist eine ihrer Tochtergesellschaften.

Die Société Générale hat Agenturen in London und in Amerika, sie hat mehrere ausländische Tochtergesellschaften: die Société de Banque et de Dépôts en Belgique, die Banque française de Syrie, die Société Générale française de Banque pour l'Etranger et les Colonies, die Société Générale alsacienne de Banque (Allgemeine elsässische Bankgesellschaft.) Diese besitzt 7 Filialen in Köln, Düsseldorf, Frankfurt a.M., Ludwigshafen, Mainz, Wiesbaden, Oberstein/Idar, Kehl und auch in Belgien, Luxemburg, der Schweiz und Frankreich.

Die CIC, Crédit Industriel Commercial hat eine Agentur in London, und eine Tochtergesellschaft im Ausland, die Société Belge de Crédit industriel et Com. et de Dépôts.

Durch die Verbindungen der Banque de Paris et des

Pays Bas mit Mexiko, Rußland, Kleinasien und Centraleuropa mit der Petroleumindustrie und den Kolonialunternehmungen spielt diese Gesellschaft eine wichtige Rolle in den Verbindungen des Marktes mit dem Ausland. Es sei noch erwähnt, daß sie sehr bedeutende Filialen in London, Amsterdam, Brüssel, Genf unterhält. Wir finden unter ihren Tochtergesellschaften die Banque franco-serbe, die Banque d'Athène, die Banque balkanique, die Banque commerciale roumaine usw.

Wir erwähnen noch die Banque National française du Commerce Extérieur (B.N.F.C.E.), die 1919 gegründet wurde, und zwar auf das Ersuchen der französischen Exporteure, die sich beklagten, daß sie zu wenig Hilfe fänden und daß sie einen längeren Credit als 3 Monate benötigten. Sie hat seitdem die Staatsbeteiligung abgelöst. Bei ihr hat man 1924 die Compensations- und Liquidationsstelle für Devisentermingeschäfte eingerichtet. Diese Stelle wurde 1926 aufgelöst, als die Bank von Frankreich auf dem Devisenmarkt eingriff.

Diese Bank unterhält keine Filialen in Frankreich, da sie den anderen keine Konkurrenz machen soll, aber sie unterhält ein sehr enges Netz von Geschäftsfreunden oder Vertretern in Argentinien, Österreich, Finnland, Italien und den Vereinigten Staaten. Sie ist an der Banque française des Pays d'Orient und an der Banque française du Maroc beteiligt.

Als französische Banken im Ausland müssen wir hinzufügen:

Banque de l'Indochine (Indien, China, Japan, Borneo)
Banque Franco serbe
Banque Franco Chinoise
Banque des Pays de l'europe centrale
Banque Franco polonaise
Banque de Syrie et du grand Liban
Banque française de Syrie
Banque française et Italienne pour l'amérique du Sud
Banque nationale d'Egypte.

Die engsten Verbindungen bestehen mit London. Diese

Stadt zählt 9 Filialen von französischen Banken und wir müssen noch die Anglo-french corporation erwähnen.

Die in Paris bestehenden ausländischen Banken sind sehr zahlreich und sehr bedeutend, besonders seit dem Kriege. Sie genießen eine sehr großzügige Gastfreundschaft und machen Gebrauch davon. Sie lassen sich mit voller Freiheit nieder, sie brauchen in praxi die sonst vorgesehene Genehmigung der französischen Regierung nicht einzuholen, weil sie mit allen großen Staaten durch Handelsverträge beseitigt wurde. (5. August 1926 und 17. August 1927 mit Deutschland).

Die ausländischen Banken genießen in Frankreich dieselben Rechte, wie die französischen Banken, sie können bei der Verrechnungsstelle zugelassen werden, sie können ihre Wechsel bei der B.d.F. diskontieren und auch Mitglied der Bankiervereinigung werden. Für Emissionen von ausländischen Wertpapieren sind sie denselben Bedingungen unterworfen, wie die französischen Banken, sie müssen die vorherige Genehmigung des Finanzministers einholen. Sie haben keine besondere Steuer zu zahlen.

Die wichtigsten Bankagenturen sind die englischen, amerikanischen, belgischen, italienischen und ägyptischen.

Zählen wir auf die
Westminster foreign Bank
Loyd and national Provinzial foreign Bank
Bankers trust and Co.
Garanty trust
Equitable trust
International Banking Corporation
Morgan and Co.
Banque Belge pour l'étranger
Credito Italiano
Commercial Bank of Egypt
Yokohama specie Bank
Banco Espanol del Rio dela Plata

Man zählt in Paris etwa 10 französische Tochtergesellschaften von ausländischen Banken:

Banque anglo- sud-américaíne
Banque de Catalogne
Banca commerciale Italiana

Banco di Roma
Banque Italo-française de Crédit pour L'Italie
Crédit anversois
(diese 6 veröffentlichen ihre Bilanz)
Barclays Bank
National City-Bank of New York
Banque Nationale Canadienne
Bank of Montreal
Royal Bank of Canada

Man hat sehr wenig genaue Mitteilungen über die Tätigkeit der ausländischen Banken in Frankreich, da sie in demselben geringen Maß wie die französischen zur Veröffentlichung ihrer Bilanzen verpflichtet sind - was höchstens für unabhängige Tochtergesellschaften in Frage kommt - und man ist nur auf Vermutungen angewiesen. Sie arbeiten hauptsächlich mit Staatsangehörigen ihres Heimatlandes (Reisenden), tätigen viele Devisengeschäfte und spielen eine große Rolle bei den Kapitalbewegungen. Es steht fest, daß sie eine große Konkurrenz für die französischen Banken bilden, aber sie ist nicht so ernst, daß man sich nicht darüber freuen sollte, daß sie so zahlreich in Paris vertreten sind, wo sie das internationale Leben unterhalten und dazu beitragen, dem Markt eine Bedeutung und Regsamkeit allererster Ordnung zu geben.

Wir müssen vollständigkeitshalber noch die B.d.F. erwähnen. Ihre Rolle beschränkt sich heute darauf, den Goldstandard durch die Diskont-Politik aufrecht zuerhalten. Es gab aber Zeiten, wo ihre Tätigkeit auf dem Geldmarkt durch Eingreifen auf dem Devisenmarkt eine ganz andere war. Sie nimmt heute dieselbe Politik wie vor dem Krieg wieder auf.

Zahlreiche französische Banken sind mit den ausländischen auf dem Pariser-Devisenmarkt tätig, und zwar in sehr intensiver Weise. Sie waren noch viel zahlreicher in den Jahren 1923, 1925, in der Blütezeit der Inflation. Diese schönen Zeiten, wo die Devisengeschäfte in die Tätigkeit der Banken überall durchdrangen und die Händler glänzend bezahlte Stars waren, sind vorbei.

Infolge ihrer Beziehungen sind einige Banken spezialisiert und haben bei sich einen wahrhaften Privat-

markt gebildet, so z.B. die Banque des Pays du Nord für Devisengeschäfte mit den scandinavischen Ländern, die zwei kanadischen Banken für kanadische Dollars, die Banco del Rio dela Plata, für die südamerikanischen Devisen.

Spekulationsgeschäfte werden durch die Großbanken, Depositen- und Spekulationsbanken und einige Banken von geringerer Bedeutung, die aber trotzdem auf diesem Markt einen sehr bedeutenden Platz einnehmen, ausgeführt.

Die Provinz ist nicht spekulativ, sie folgt der Tendenz von Paris auf dem Fuße, sie betreibt nur mit dem Handel verbundene Geschäfte (Import, Export). Ihre Aufträge liegen immer in einer stetigen Richtung, da die Handelsgeschäfte immer in derselben Richtung liegen und nur von der Saison beeinflußt werden.

Ein wichtiges Element der Börse ist die Arbitrage. Die Häuser, welche sich damit beschäftigen, haben zum Ziel, aus dem Unterschied der Kurse oder der Reportsätze einer Devise an verschiedenen Plätzen einen Nutzen zu ziehen. Diese Tätigkeit, die darin besteht, die Devisen da zu kaufen oder zu leihen, wo sie billig sind, um sie dort zu verkaufen oder zu verleihen, wo sie teuer sind, strebt danach, den Kursunterschied zwischen den verschiedenen Plätzen zu verringern und die Zinsen des Reportgeschäftes auszugleichen. Die Arbitrage hat die Einheit der Devisenmärkte zum Zweck.

Die Arbitrage wird wegen der Hochspezialisierung dieser Geschäfte (telefonische Organisation, tüchtige und solide Korrespondenten an allen großen Plätzen, großes Vermögen und sehr tüchtige Angestellte) nur von einigen Banken durchgeführt.

In dem folgenden haben wir prinzipiell Termin- und Kassageschäfte nicht getrennt. Die beiden Geschäftsarten finden unter denselben Agenten am selben Ort und Stelle und zur selben Zeit statt. Wenn kein Unterschied betont wird, gilt das Besagte für beide Geschäftsarten.

b) Vermittler. Zuerst muß man feststellen, daß der Markt vollkommen offen und frei ist. Wer will, kann sich auf dem Devisenmarkt betätigen und die

Rolle eines Maklers spielen. Diese Bemerkung muß gemacht werden, weil dieser unbestrittene Zustand im Gegensatz steht zu dem § 76 des Code de Commerce, den wir schon kennen, und seinem zweiten Absatz: „Les agents de change pourront faire concurremment avec les courtiers en marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats de matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le Cours".

Man muß hier auch die interessante Feststellung machen, daß die Agents de change, officiers ministériels, im Laufe der Geschichtsentwicklung, von selbst ein zu weit ausgedehntes Monopol eingeschränkt haben. Dieser Verzicht wurde durch die Gesetze vom 1. August 1917 und 3. April 1918 und 22. März 1924 bestätigt, die eine umfassende Regelung der Devisengeschäfte aufstellten. Diese Gesetze sind aufgehoben, aber die Organisation ist geblieben.

Auf dem Devisenmarkt treten die agents de change nur noch in Erscheinung, um die ohne sie festgesetzten Kurse zu bestätigen und sie in ihrer Cote officielle nach den Wertpapierkursen zu veröffentlichen. Während der Inflations- und Stabilisierungszeit haben die agents de change einen Devisendienst unterhalten, der aber nicht aufrechterhalten wurde.

Es erscheint erstaunlich, daß die Compagnie des agents de change, die doch im allgemeinen auf ihr Monopol sehr eifrig bedacht ist und dieses den Coulissiers auch scharf gezeigt hat, am Devisenmarkt vollständig uninteressiert ist.

Das läßt sich dadurch erklären, daß die Devisengeschäfte vor dem Krieg von kleiner Bedeutung waren. Erst seitdem haben sie einen außergewöhnlichen Aufschwung verzeichnet. Die agents de change haben nicht die nötigen Spezialisten anstellen und die unentbehrlichen Spezialeinrichtungen anschaffen wollen oder können.

Die agents de change, die von gesetzeswegen für die auf Rechnung ihrer Kunden getätigten Geschäfte ducroire sind, wollen und können die an Devisengeschäften hängenden Risiken nicht tragen. In Anbetracht der Bedeutung und der ungleichen Verteilung dieser Risiken unter den agents de change hätte man

die gemeinsame Haftung aufgeben müssen.

Auf dem Devisenmarkt können die verschiedenen Banken frei handeln, ohne eine andere Einschränkung als die, die sie sich im Rahmen der Bankiers-Vereinigung von Paris und der Provinz, um den Markt zu organisieren gegeben haben. Sie können für eigene Rechnung handeln, ihrer Kundschaft Gegenpartei sein (1), sie können die Aufträge der Kundschaft gegeneinander kompensieren, unter sich handeln, sei es direkt oder durch die Vermittlung der Makler.

c) Die Devisenmakler. Sie sind vollständig frei und sind noch nicht einmal in ein Syndikat oder eine Vereinigung eingegliedert. Sie sind zahlreich und waren es zur Zeit der Inflation noch mehr. Ihre Zahl ist 1932 auf etwa 32 gesunken.

Bis 1914 haben sie ihr Gewerbe in voller Freiheit ausgeübt, dem Publikum vollständig unbekannt, wie die Devisengeschäfte überhaupt es damals waren. Seit 1917 hängt ihre Zulassung zum Börsensaal vom Vorschlag der Bankiers-Vereinigung und von der Genehmigung des Syndic der agents de change ab. Nur die, die zur Börse zugelassen werden, können den Beruf mit Erfolg ausüben.

Die Banken stehen normalerweise unter sich nicht in direkter telefonischer Verbindung, sie unterhalten eine direkte Leitung nur mit einer beschränkten Anzahl bedeutender Kunden und Makler. Die Makler, welche in direkter und dauernder Verbindung untereinander und mit einer großen Anzahl Banken sind, bringen diese mit dem ganzen Markt in Verbindung. Durch ihre sehr ausgedehnten telefonischen Verbindungen, die die Banken unter sich nicht besitzen, haben die Makler de facto ein Monopol für die Geschäfte der Vor- und Nachbörsenzeit. Die Börsensitzung wird von den Banken behalten, um dieses Monopol zu begrenzen. Die Rolle der Makler ist in Paris weniger wichtig als in London, da es dort keine Devisen-Börsensitzung gibt.

Einige Makler, sowie Banken haben sich auf eine bestimmte Devise spezialisiert, und an sie wendet man

---

1) Der § 85 C. com. verbietet den agents de change, Handelsgeschäfte überhaupt für eigene Rechnung zu schließen.

sich immer, weil man bei ihnen den besten Preis haben kann. Andere hingegen, sind infolge persönlicher Verbindungen dazu gekommen, hauptsächlich für eine Großbank zu arbeiten. Als z.Zt. der Stabilisierung, die Bank von Frankreich beschloß, auf dem Devisenmarkt zu arbeiten, arbeitete sie zuerst mit ein oder zwei Maklern, immer denselben, bevor sie selbst Ende 1926 einen Devisendienst einrichtete und ihre Vertreter auf den Markt schickte.

Eine gewisse Zahl von Maklern haben sich in Termingeschäften spezialisiert. Sie fragt man immer über die Lage des Marktes, und durch ihre Vermittlung werden die meisten Geschäfte abgeschlossen. Ihre Vermittlung ist zwar keinesfalls obligatorisch, aber in der Praxis tätigen die Banken wenig Termingeschäfte direkt, selbst an der Börse.

Die Makler tätigen ihre Geschäfte nicht im eigenen Namen, sondern begnügen sich damit, die beiden Parteien zusammenzubringen. Sie geben die Namen von denjenigen an, für welche sie die Geschäfte getätigt haben, während die Banken immer in ihrem eigenen Namen handeln. Im Prinzip sollen die Makler sofort beim Abschluß des Geschäftes den Namen des Gegenkontrahenten geben, aber das wird oft in der Hast der Geschäfte nicht befolgt. Man erfährt oft, mit wem ein Geschäft abgeschlossen worden ist, erst wenn man die arrêtés (1) der Makler erhält. Aus diesem Geschäftsgebahren entstehen keine Schwierigkeiten oder Unannehmlichkeiten, obwohl es leicht zu Mißbräuchen führen könnte, indem es den Maklern ermöglicht, mit dem Namen der Banken zu spielen. Da es keine Kompensationskasse gibt, um das gute Ende der Geschäfte zu sichern, und da die Risiken sich immer sehr hoch belaufen, genehmigen die großen Banken nicht irgendeine beliebige Gegenpartei, nicht einmal bei Kassageschäften. Es gibt Adressen, die sie entschlossen ausstreichen und andere, welche sie nur bis zu einem bestimmten Betrag annehmen. Um den Schwierigkeiten zu begegnen, geben die Banken im allgemeinen ihren Maklern

---

1) siehe später: schriftliche Bestätigung der Geschäfte.

die Namen an, mit welchen sie nicht arbeiten wollen, oder bis zu welchen Beträgen; und falls der Makler sich irrt, verweigern sie die Gegenpartei. Der Makler hilft sich aus den Schwierigkeiten heraus, indem er sich an Häuser wendet, die für eine Kommission bereit sind, ihren Namen an Stelle der zurückgewiesenen Gegenpartei herzugeben, die davon nichts erfährt. Dieses neue Haus verpflichtet sich der Bank gegenüber und die Bank kennt nur dieses, und zur Durchführung der Geschäfte wendet sie sich nur an dieses. Diese Aushilfe nennt sich „passage".

In Anbetracht der geringen Zahl von Gegenkontrahenten, die die Banken im Termingeschäft anerkennen - besonders hohe Beträge, lange Dauer des Risikos - geben die Banken einem Makler nie ihre endgültige Zustimmung zu einem Termingeschäft, bevor sie erfahren, welchen Kontrahenten sie haben werden. Der Makler muß allerdings diese Auskunft erst geben, wenn die anderen Modalitäten geregelt sind, und die Banken sind nicht berechtigt, diese im Augenblick, wo sie sich über die Lage des Marktes erkundigen, zu fordern. Die Mitwirkung des Maklers ist der notwendige Schild, um die Anonymität der Geschäfte zu sichern.

Die von den Maklern angegebenen Kurse sind Nettokurse für die Banken, d.h. daß die Courtage in dem Kurs miteinbegriffen ist. Seit 1915 gibt es keine festen und allgemeinen Tarife mehr und die Makler erheben Courtage oft beim Kauf und Verkauf, während sie sie ursprünglich nur beim Verkauf erhoben. Die Sätze sind verschieden, je nachdem die Geldsorten stabilisiert sind oder nicht. Bei dem Termingeschäft werden die Courtagen nur auf den Verkauf erhoben. Die Banken eröffnen ihren Maklern ein Courtage-Konto, das sie mit der schuldigen Courtage erkennen und diese Konten werden alle drei Monate glattgestellt.

d) Tageseinteilung der Geschäfte. Die Geschäfte dauern den ganzen Tag, sie beginnen bei Eröffnung der Büros, gewöhnlich um 9 Uhr, aber man hört erst gegen 10 Uhr die Londoner Kurse und erst um diese Zeit fangen auch die Orders der Kundschaft an zu kommen. Gegen 12 Uhr werden die Geschäfte zur Mittagsessen-Pause unterbrochen.

Nach einer Pause von einer Stunde finden sich die Händler, die am morgen telefonisch gehandelt haben, in der Börse, im Devisensaal wieder ein. Die Sitzung findet zur selben Zeit, wie die der Wertpapierbörse statt, jeden Werktag, außer Samstag der 6 Sommermonate von 1-2 3/4 Uhr. An den Sonnabenden der Wintermonate und an Vorabenden von Festtagen, findet die Börse von 10 1/2 bis 11 1/4 Uhr statt. Es wurde oft angeregt, die Samstags-Sitzungen vollständig ausfallen zu lassen. London arbeitet nicht und die Plätze auf dem Festland arbeiten wenig. Der Markt ist zu eng und ist denjenigen geöffnet, die die Kurse beeinflussen wollen. Es werden dann Kurse stark à la baisse oder à la hausse verzeichnet, die am Montag dementiert werden.

Nach der Börse um 4 Uhr ist jeder auf sein Büro zurückgekehrt und die Geschäfte werden wieder per Telefon auf die gleiche Weise aufgenommen, wie am Vormittag. Es ist die Zeit, zu welcher die New Yorker Kurse ankommen, es ist dann dort 10 Uhr und Wallstreet beginnt zu arbeiten.

e) Das Material auf dem Markt wird durch die Gesamtheit der fällig werdenden internationalen Forderungen in ihren verschiedensten Formen gebildet: Geldstücke, Creditbriefe, Coupons, Schecks, Wechsel, Post-, telegraphische Anweisungen. Alle diese Formen sind nicht als solche Gegenstand des Marktes. Das ist, wie bekannt, der Charakter der Börsengeschäfte, auf abstrakten und schablonmäßigen Werten zu beruhen, auf welche man die wirklichen Geschäfte bezieht, die nicht die gleichen Eigenschaften haben.

Bis vor einer noch nicht lange verflossenen Zeit lieferte der Verkäufer eines Betrages in ausländischer Währung, indem er seinem Gegenkontrahenten einen oder mehrere Wechsel lieferte, kraft deren die geschuldete Summe an den Käufer in Währung an dem angegebenen Platz ausgezahlt werden mußte.

Auf dieser Stufe ließen die ausländischen Gläubiger auf dem Markt durch ihre Bankiers die Wechsel verkaufen, die sie auf ihre ausländischen Gläubiger gezogen hatten und auch die, welche die letzteren sich verschafft und ihnen als Zahlung übergeben

hatten. Andererseits ließen die ausländischen Schuldner auf dem Markt Wechsel kaufen, die sie zu Gunsten ihrer ausländischen Gläubiger girierten, oder sie ließen ihre Gläubiger ziehen und verkaufen.

Mit der Entwicklung der Geschäfte und der Technik wurde das alte System reformbedürftig. Die Erwerber der angebotenen Wechsel konnten nur schwer die Bonität der Unterschriften prüfen, und der Bankier, der den Auftrag erhielt, einen Wechsel zu handeln, riskierte für den genauen Betrag, den er zu kaufen oder zu verkaufen hatte, keine Gegenpartei zu finden. Um diesen Schwierigkeiten abzuhelfen, ließen die Bankiers gewöhnlich durch ihre ausländischen Korrespondenten die Handelswechsel kassieren, die sie zu verkaufen hatten und speisten so ihre Konten. Sie benutzten das so entstandene Guthaben in ausländischer Währung durch Ziehungen auf ihren Korrespondenten. Man beobachtete auf dem Markt, den paralellen Umlauf von zwei Papierarten, deren respektive Rollen genau bestimmt waren. Einerseits war der Handelswechsel mit der Funktion eines Einlösungs- und Creditmittels vorhanden, andererseits fand man den Bankwechsel, bzw. den Scheck als internationales Zahlungsmittel.

Bis 1914 trug der Kurszettel noch diesem Zustand Rechnung und berichtete von zwei Termintypen „chèques versement, papier court" und „papier à trois mois".

Heute ist es selten, daß ein Devisengeschäft zwischen Bankiers durch Übergabe von Wechseln, bzw. Schecks ausgeführt wird; es sei denn für kleinere Beträge. Meistens beauftragt der Händler, der einen Betrag in ausländischer Währung zahlen muß, seinen ausländischen Korrespondenten, seinem Käufer bzw. Kunden bei dem Korrespondenten desselben den Betrag zu überweisen. Das Devisengeschäft wird so vollständig entkörpert und abstrakt. Es scheint sogar, den Kontakt mit der Welt der Realgüter verloren zu haben.

Der telegraphische Transfer kann sich in den Beziehungen zwischen den Banken und ihrer Kundschaft oder unter Kaufleuten nicht erweitern, denn diese unterhalten normalerweise kein Konto-Korrent an ausländischen Plätzen, infolgedessen lassen die Händler, die im Auftrage ihrer Kunden einen Betrag in ausländ-

discher Währung gekauft haben, diesen in Form eines Schecks auf das Ausland an ihren Auftraggeber abliefern. Auf dem börsenmäßigen Markt, entweder per Telefon oder an der Börse, beim Kassa- oder Termingeschäft handelt es sich nur und stets um telegraphische oder briefliche Überweisungen im Ausland.

f) Devisentermingeschäfte. Die Devisentermingeschäfte - opérations de change à terme sec - die den Termingeschäften an der Wertpapierbörse entsprechen, werden von den Banken nur im Verkehr mit ihrer Kundschaft getätigt. Auf dem Markt findet man nur Kassakäufe und -Verkäufe und Leihen und Verleihen von Devisen (1), was dem Wesen der internationalen Kapitalbewegungen entspricht.

Die buchhalterische Praxis steht aber der Devisenpraxis der Händler und des Marktes entgegen (2). Die Buchhaltung kennt nur Käufe und Verkäufe-Kassa und Käufe und Verkäufe auf Termin (à terme sec). Für die Buchhaltungspraxis besteht das Hineingeben aus der Verbindung von einem Kassa-Verkauf und von einem Terminkauf; das Hereinnehmen besteht entsprechend aus der Verbindung von Kassakauf und Terminverkauf. Das Termingeschäft wird erst in die Buchhaltung eingetragen, wenn es fällig wird und erst dann erscheint der Gewinn oder der Verlust, die schon bekannt waren.

---

1) Diese Tatsache hat sich u.E. geschichtlich gebildet. Die Exporteure und die Banken mußten vor der Organisation des Terminmarktes ihre Devisengeschäfte versichern. Sie hatten zuerst nur diese unvollkommene Möglichkeit, sich durch Kassa-Geschäft zu decken und dann hat sich der Leih- und Verleihmarkt unter Leuten gebildet, die sich bereits bar eingedeckt hatten. Der Devisenterminmarkt hat sich so auf dem Kassamarkt aufgepfropft.
2) Sie ist u.E. von der Beziehung mit der Kundschaft beeinflußt worden, diese besteht aus Exporteuren und Importeuren, die ihren Wechselkurs versichern wollen und nur Terminkäufe und -Verkäufe kennen (opérations à terme sec). Die Buchhaltungspraxis hat sich dem Umgang mit der Kundschaft angepaßt.

g) Reports en soi-même. Die Geschäfte, wodurch die Banken Kapitalien dem Ausland zur Verfügung stellen, nennt man in Paris Report en soi-même. Dieses Geschäft besteht darin, die Verleihgeschäfte nicht durch Leihgeschäfte auf dem Markt zu liquidieren, wenn sich der Unterschied zwischen Kassa- und Terminkurs zu Gunsten der Bank auswirkt. Die Bank bewahrt diese Geschäfte für sich auf und verleiht Geld zu einem besseren Zinssatz als der übliche auf dem Geldmarkt.

Nehmen wir an, eine Bank hätte 231000.- Frcs. verfügbar um als Gegenpartei für 3000.- Pfund zum Kurs von 77 aufzutreten. Sie verleiht die 231000.- Frcs. und nimmt 3000 Pfund auf 3 Monate herein; sie erhält einen Reportsatz von 9 Centimes pro Pfund, was ihr 270 Frcs. ausmacht. Anstatt sofort das Geschäft durch Hineingeben von 3000 Pfund zu günstigen Bedingungen zu liquidieren, wenn sich die Gelegenheit bietet, behält die Bank die 3000 Pfund und verwendet sie in London. Sie läßt diese entweder auf dem Konto stehen oder kauft Bankakzepte. Die Bank legt ihr Geld zu 4 % in England an und erhält für 3 Monate 30 Pfund an Zinsen, was zum Kurs 77, Frcs. 2310 ausmacht. Der Ertrag ist 2310 plus 270 = 2580 Frcs. Wenn man berechnet, daß die 231000 Frcs. während dreier Monate zu 4 1/2 % der Bank Frcs. 2454,35 an Zinsen eingebracht hätten, hat die Bank ein Plus an Zinsen von 125,65 Frcs.

Sie hätte diesen Gewinn nicht machen können, wenn sie das Geschäft mit einer Marge von einigen Centimes pro Pfund am selben Tag liquidiert hätte. Sie hätte eine Marge von 4 Centimes pro Pfund haben müssen, um denselben Gewinn zu realisieren. Diese Marge ist selten in einer ruhigen Zeit, wie sie durch das angeführte Beispiel charakterisiert ist.

h) Mindestbeträge. Es gibt für jede Geldsorte einen Mindestbetrag, zu dem man kurrant handeln kann und unter welchem das Handeln sehr schwer ist. Dieser Betrag ist durch Gewohnheit auf 1000 Pfund, 10 000 Dollar und 100 000 Frcs. belge festgelegt. Wenn man mit geringeren Beträgen handeln will, muß man auch dem Kurs nachgeben, um einen Gegenkontrahenten zu

finden. Die Termingeschäfte werden gewöhnlich über größere Beträge abgeschlossen, 10 000 Pfund und 50 000 Dollar. In normalen Zeiten ist es schwer, einen Leiher oder Verleiher für nur 1000 Pfund oder 10 000 Dollar zu finden.

i) Kursgestaltung. In Paris werden alle Devisen direkt notiert.

Geschäfte werden oft gegen Pfund abgeschlossen.

Die Makler geben immer zwei Kurse an, der eine ist der Geldkurs (cours demandé) der andere der Briefkurs (cours offert), d.h. wenn die Bank kaufen will, kann sie es zu dem Briefkurs und, wenn sie verkaufen will, geschieht es zu dem Geldkurs. Die Spanne zwischen den beiden Kursen tendiert dazu in den ruhigen Zeiten, wenn die Kurse sich gar nicht mehr bewegen, immer geringer zu werden. In bewegten Zeiten wird diese Spanne sehr groß. Die Banken suchen natürlich sie enger zu gestalten, denn sie hoffen dadurch, günstigere Bedingungen zu erreichen. Es kommt vor, daß der Unterschied unendlich wird, und, daß nur ein Kurs angegeben wird: Angebotskurs oder Nachfragekurs, das bedeutet, daß der Markt im Ganzen à la baisse oder à la hausse eingestellt ist. Es sind auf dem Markt nur Käufer oder nur Verkäufer, ohne Gegenpartei. Die Kurse steigen oder sinken so, ohne daß Geschäfte abgeschlossen werden bis man endlich eine neue Gleichgewichtsbasis findet.

Die von den Maklern angegebenen Geld- oder Briefkurse unterrichten über die jeweilige Lage des Marktes. Die Makler werden durch ihre Angabe nicht verpflichtet; sie sind es nur, wenn sie einen bestimmten Betrag nennen. Sie müssen diesen Betrag auch nur dann zu dem Kurs nehmen oder geben, wenn die Antwort der Bank sofort gegeben wird. Das Gleiche gilt seitens der Banken. Es ist selbstverständlich, daß dies anders wird, wenn eine Bank einem Makler einen Auftrag in der Hand läßt, in diesem Fall bleibt der Auftrag bis zum Widerruf gültig.

Wenn es sich um ein Termingeschäft handelt, gibt der Makler seiner Bank die gegenwärtige Lage durch Angabe des Unterschiedes in Centimes zwischen Terminkurs und Kassakurs an, ohne sich um die Devisenkurse

selbst zu kümmern, welche in diesem Fall nebensächlich sind.

Der Markt wird zu jeder Zeit normalerweise durch zwei Sätze charakterisiert - den Leih- und Verleihsatz. Je nach dem man Report oder Deport notiert, stellen die angegebenen Terminsätze umgekehrte Charakteristiken dar.

Der Unterschied zwischen Kassa- und Terminkurs fällt zu Lasten des Devisenverleihers im Falle des Reports oder zu Lasten des Devisenleihers beim Deport. Denn wenn Report notiert wird, so ist die Devise teurer auf Termin als Kassa und der Hineingeber, der sie Kassa verkauft und auf Termin kauft, kauft teurer, als er verkauft hat und trägt den Unterschied. Der Leiher dagegen kauft Kassa und verkauft auf Termin, er verkauft teurer, als er kauft. Der Report wird also durch den Devisenverleiher, dem Devisenleiher bezahlt.

Bei Reportnotierung ist der niedrigste der beiden angegebenen Sätze der Verleihsatz und der höchste der Leihsatz. Die Devisenverleiher bezahlen den Report und bieten deshalb so wenig wie möglich dafür; die Devisenleiher versuchen natürlich so viel wie möglich zu erhalten.

Umgekehrt beim Deport, der zahlenmäßig niedrigste Satz ist der Leihsatz und der höchste der Verleihsatz. Die Devisenverleiher erhalten den Deport und stellen ihre Ansprüche so hoch wie möglich.

Wenn man für das Pfund anzeigt

Report:	1 Monat	10 (1)	20
	2 Monate	12	22
	3 Monate	12	22

heißt dies, daß es auf dem Markt Hineingeber gibt, die bereit sind, dem Hereinnehmer pro Pfund für einen Monat 10 Centimes, für zwei Monate 12 Centimes pro Monat und für drei Monate auch 12 Centimes pro Monat zu zahlen. Es bedeutet weiter, daß es auf dem Markt Hereinnehmer gibt, die pro Pfund 20 Centimes für einen Monat, 22 Cms. monatlich für zwei und drei Monate erhalten wollen. Wer Pfund verleihen will, muß 20 bzw.

---

1) 10 Verleihsatz, 20 Leihsatz.

22 Cms. pro Monat zahlen und wer Pfund leihen will, kann nur 10 bzw. 12 Cms. pro Pfund erhalten. Wenn man z.B. (21. September 1934) für Dollar angibt

Deport 1 Monat 1 1/8 (1) 1 3/8
3 Monate 2 2 1/4 pro Monat

so bedeutet dies, daß auf dem Markt Leute bereit sind, Dollars hereinzunehmen und dafür 1 1/8 Cms. (2) pro Dollar für einen Monat und 2 Cms. für drei Monate zu zahlen, und daß die Hineingeber jeweils 1 3/8 und 2 1/4 Cms. erhalten wollen.

Der Verleiher von Dollar kann nur zu dem Satz verleihen, zu dem er Hereinnehmer auf dem Markt findet, und er muß sich mit 1 1/8 und 2 Cms. für den Dollar je nach Termin begnügen. Wer leihen will, findet nur Hineingeber, wenn er 1 3/8 bzw. 2 1/4 Cms. pro Dollar zahlt.

Der Markt kann von den beiden Sätzen, Leih- und Verleihsatz eins mit Report und eins mit Deport, oder auch darunter eins zu Pari notieren.

Der jeweilige Unterschied zwischen Leih- und Verleihsätzen stellt den Verdienst der Banken und Großspekulanten dar, die bereit sind, in das Geschäft einzutreten und den Spekulanten bzw. Kaufleuten und Interessenten als Gegenkontrahent zu dienen.

Der Devisenterminmarkt kennt keine Liquidation zu festgesetzten Tagen, wie dies auf der Wertpapierbörse gebräuchlich ist, es wird jeden Tag abgerechnet! (3) Es ist dort eine dauernde Bewegung von abgeschlossenen, laufenden, fälligen und prolongierten Geschäften, während auf der Wertpapierbörse die Liquidationsgeschäfte auf einen Tag des Monats konzentriert sind. Man stellt allerdings auf dem Devisenmarkt gegen den 15. und besonders gegen den 30. des Monats eine gewisse Konzentration fest, weil der Handel ebenso seine Geschäfte konzentriert.

Die Termine von 1, 2, 3 Monaten nehmen Rücksicht

---

1) 1 1/8 Leihsatz, 1 3/8 Verleihsatz.
2) natürlich franz. Centimes.
3) Das entspricht der volkswirtschaftlichen Bedeutung des Devisenterminmarktes und wird vom Handel für seine Kurssicherung verlangt.

auf die Bedürfnisse des Handels und der Markt hat sich nur dessen Gebräuche angepaßt. Wenn der Handel in der Lage wäre, öfters Kredite auf mehr als 3 Monate zu geben, würden sich Gegenkontrahenten für lange Fälligkeitstermine öfters finden. Wer lange Fälligkeitstermine verwirklichen will, muß prolongieren. Die Termine von 1 und 3 Monaten verzeichnen die lebhaftesten Geschäfte. Der Termin von 2 Monaten ist weniger gebräuchlich (1). Es ist sehr schwierig, für zwischen 1, 2, 3 Monaten liegende Termine eine Gegenpartei auf dem Markt zu finden, weil man so von den typischen Terminen abweicht.

Der größte Teil der Devisen, die in Paris einen regen Kassa-Markt haben, werden auf Termin gehandelt. In Termin- wie in Kassageschäften überflügeln die Pfund- und Dollargeschäfte bei weitem die anderen.

j) Geschäfte am Telefon. Die Geschäfte werden vor und nach der Börsensitzung telefonisch erledigt. Der Telegraph, zu langsam und zu kompliziert, dient nur zur Bestätigung der getätigten Geschäfte oder zur Vervollständigung eines unterbrochenen Telefongespräches. Der Telegraph dient auch zur Verbindung mit sehr entlegenen Plätzen.

Die Banken und die Makler sind durch direkte telefonische Anlagen verbunden. Diese enden auf Telefontischen mit Lichtzeichen, die es ermöglichen, daß man sich durch einen einfachen Druck auf einen Knopf mit dem gewünschten Makler bzw. Bank in Verbindung setzt. Ein Telefontisch, der in dem Schreibtisch eingesetzt ist, enthält oft 50-100 Leitungen. Um gut arbeiten zu können, müssen es wenigstens zwei Leute sein, die beide einen Telefontisch vor sich haben und zusammen arbeiten. Während der eine eine Verbindung hat, sucht der andere eine Gegenpartei auf dem Markt. Hierzu kommt noch die Verbindung mit dem Ausland, die durch ein Sondernetz des Staates vor sich geht; die Verbindung mit der Provinz und den großen Kunden, die durch das gewöhnliche Netz erfolgt und die Verbindun-

---

1) Dasselbe gilt für die Lombarde von Bons der nationalen Verteidigung, wie ich es s.Zt. erwähnte.

gen mit den Abteilungen der Bank.

k) Markt auf der Börse. Bis 1892 fand die Devisenbörse unter dem Peristyl des Börsengebäudes statt, sie dauerte einige Minuten, keine Anordnungen waren getroffen, der Handel von Devisen war ganz frei. Im Jahre 1897 wünschten einige Bankiers in einem Saal der Börse zusammenzukommen, eine offiziöse Regelung wurde getroffen, die gehandelten Kurse wurden der chambre syndicale des agents de change mitgeteilt.

Die Börse wurde 1914 geschlossen und am 26. Juli 1915 wieder geöffnet. Der Saal für Devisengeschäfte wurde dann von einer Menschenmenge überflutet, die eigentlich nicht hätte dort sein sollen. Dieser Mißstand wurde 1917 durch ein Übereinkommen zwischen dem Comité des banquiers und dem Finanzministerium behoben, das den Zutritt zum Börsensaal regelte (1).

Der Devisenmarkt findet heute in einem großen Saal in der ersten Etage des Nordflügels der Börse statt. Die Anordnung dieses Marktes ist von der Wertpapierbörse unabhängig. Der Devisenmarkt hat seine besondere Verwaltung, nur das Gebäude ist gemeinsam.

In diesem Saal können nur eintreten (Artikel 10 des Reglements)

1. Die Chefs, Socii, Bevollmächtigte oder Vertreter der Bankhäuser, Kreditanstalten, die der Vereinigung der Bankiers angeschlossen sind und die eingetragenen Angestellten.
2. Die Chefs und Socii der Provinzbanken, die an der Vereinigung teilnahmen.
3. Die agents de change und ihre Vertreter (2).
4. Die Leute, die eine Karte erhalten haben. Diese Karte muß jedes Jahr erneuert werden (3).

Eine Kontrolle findet am Saaleingang statt (4).

---

1) Documents parlementaires 1922 S.54,55. Dubois, député.
2) In der Praxis kommen nur die Vertreter des Devisendienstes der chambre syndicale in Frage.
3) Das sind die Makler und ihre Mitarbeiter.
4) Das Prinzip des franz.Rechtes, daß die Börse jedermann geöffnet ist, selbst Ausländern (außer Frauen und Bankerotteurs), ist gewahrt, indem das

Der Saal enthält ein ovales Gitter. Um dieses Gitter laufen drei Stufen, deren äußerste am höchsten ist. Die unterste hat Sitze und das Ganze sieht wie eine Arena aus. Mitten im Gitter sitzt der Kursnotierer. Die Chefs der Häuser nehmen am Gitter Platz. Ihre Vertreter bleiben hinter ihnen stehen. Nur die Vertreter der Banken und der chambre syndicale dürfen auf der ersten Stufe bleiben. Gewöhnlich stehen die Makler auf der zweiten und dritten, sie gehen auch dauernd von dem einen zu dem anderen um die Gruppe herum.

Zahlreiche Telefonzellen in dem Saal und in einem Nebensaal sind an Bankfirmen vermietet und verbinden die Händler auf der Börse direkt mit dem Devisendienst, der zu Hause bleibt; andere Telefonkabinen dienen auch dazu, die Börse mit der Provinz und dem Ausland zu verbinden.

Anfang und Schluß der Sitzung werden durch Schellen laut angekündigt.

Die beiden Händler jedes Bankhauses schließen gewöhnlich alle Geschäfte ab. Die Geschäfte wickeln sich ab, indem die Bankvertreter und die Makler sich gegenseitig von ihrem Stand aus zurufen und mit lauter Stimme erkundigen, wie sie die verschiedenen Geldsorten, sei es gegen Paris oder London geben und nehmen. Die Geschäfte wickeln sich also ganz öffentlich zwischen Banken unter sich und zwischen Maklern und Banken ab. Niemand ist verpflichtet, eine Gegenpartei anzunehmen, die ihm nicht paßt, und niemand hindert, mit leiser Stimme zu handeln. Das ist das Ergebnis der Zwanglosigkeit des Marktes. An der Börse handeln die Makler in der Tat auf dieselbe Art und Weise wie die Bankvertreter, ohne daß man sie je bittet, öffentlich und sofort bekanntzugeben, für wessen Rechnung sie handeln. So kann die Bank auch an der Börse ihre Order durch Makler ausführen lassen, sie vermeidet dadurch sich zu enthüllen, wenn sie große Orders auszuführen hat, und es gelingt ihr so lautlos

---

Publikum durch eine besondere Tür in den Saal Eintritt hat, aber durch eine Barriere zurückgehalten wird.

und vorteilhafter zu handeln. Bei Geschäften mit Maklern erfährt man erst nach der Börse, mit wem man während der Sitzung gehandelt hat (wenn ein Gegenkontrahent dem anderen nicht gefällt, macht man Passage).

Ein Teil der Geschäfte wickelt sich gegen London ab, nur die Geschäfte gegen Francs werden notiert. Wenn ein Geschäft gegen Francs abgeschlossen ist, und wenn man den Kurs im Kursblatt erscheinen lassen will, muß der Verkäufer es kurz auf einen Zettel schreiben und diesen dem Kursnotierer zuwerfen. Dieser notiert die Kurse, die ihm gegeben werden, und hat nicht den Ernst des Geschäftes zu prüfen. Die Kursreihe wird auf dem schwarzen Brett notiert und in dem Kursblatt der agents de change abgedruckt.

Die Reportsätze, zu welchen Geschäfte getätigt wurden, bleiben geheim. Sie werden nicht dem Kursnotierer mitgeteilt. Da man die Parteien auch an der Börse nicht laut verhandeln hört, muß man auch dort die spezialisierten Makler fragen, wenn man die Lage des Marktes erfahren will.

Nach der Sitzung geht der Kursnotierer weg. Er begibt sich zum Ausschuß für das Kursblatt. Sein Weggehen hindert die Geschäfte nicht, die noch eine halbe bis dreiviertel Stunde andauern, wenn der Markt belebt ist, bis der Saal sich nach und nach leert. Die Kurse, die dann gemacht werden, werden nicht notiert.

1) Das Kursblatt. Der Ausschuß für das Kursblatt, der in einer bestimmten Zahl zusammentritt, ist gemäß dem § 17 der Börsenordnung zusammengesetzt. Ein agents de change ist Vorsitzender, neben ihm sitzen 10 von der Vereinigung der Banken und Bankiers gewählte Mitglieder, darunter 4 Makler und der Leiter der Devisenabteilung der chambre syndicale des agents de change.

Dieser Ausschuß prüft die Liste der Kurse, die der Kursnotierer bringt. Er versichert sich, daß sie mit der Wirklichkeit der Geschäfte übereinstimmen. Er erhält die Beanstandungen, die von einer Bank gegen einen in die Liste eingetragenen Kurs erhoben werden, und erbittet die nötigen Erklärungen der Bank, die den Kurs festsetzen ließ.

Der Wechselkurszettel kommt auf der letzten Seite des offiziellen Kursblattes der agents de change in Erscheinung. Wir geben hier das Kursblatt vom 13.April 1934 wieder. (s.Einlage.)

Die Spalte derniers cours cotés en bourse gibt den letzten Kurs der vergangenen Börse für die Devisen an, die regelmäßig gehandelt werden, oder den letzt-notierten Kurs überhaupt für die wenig gehandelten Devisen.

In der Spalte cours coté en bourse gibt das Blatt für jede Devise die Liste der während der Börse gehandelten Kassa-Kurse an.

Die Kurse werden in Francs ausgedrückt für 100 Einheiten eines ausländischen Geldes. Man notiert ausnahmsweise ein Pfund. Die notierten Kurse haben alle dieselbe Bedeutung, es gibt z.B. keine ersten Kurse mit besonderer Eigenschaft, wie z.B. auf der Pariser Effektenbörse, zu denen die Orders auf Bestens durchgeführt werden. Ein Kunde kann also nicht verlangen, daß sein Auftrag zum ersten, höchsten, niedrigsten oder letzten Kurs ausgeführt wird. Nur eine Limitierung des Auftrages ist möglich.

Zur Erreichung einer vollständigen Publizität müßte der Kurszettel mit den Kursen der Zeit vor und nach der Börse, die telefonisch festgestellt werden, veröffentlicht werden. Die Geschäfte, die so getätigt werden, sind sicherlich ebenso bedeutend, wenn nicht mehr, als die an der Börse (1). Die Nachbörse zeigt oft eine beachtliche Aktivität, sie wird von den ersten Kursen von New York beeinflußt, wo es infolge der westlicheren Lage 10 Uhr morgens ist, während es in Paris 4 Uhr nachmittags ist. Wenn die Telegramme von New York eine entgegengesetzte Tendenz zeigen als die allgemeine Tendenz auf dem europäischen Markt, drehen sich die Geschäfte vollständig, und man beob-

---

1) Auf eine Frage von M.Goy, sénateur, antwortete der Finanzminister im journal officiel vom 22.März 1934, daß die Geschäfte an der Börsensitzung nicht geschätzt werden konnten, doch bestimmt „inférieures de plus de moitié à la totalité des transactions effectuées sur le marché de Paris" waren.

COTE DES CHANGES

Versement Télégraphique

PARITÉS-OR		DEVISES	Derniers cours cotés en Bourse		13 Avril — COURS COTÉS EN BOURSE
1 livre	124f21	Londres	78f18	. . . .	78f18 19 17 16 15 14...
100 dollars	2552f38	New-York	1514f25	. . . .	1515f25 1515 1515f25 1515 1514f75 1515
100 marks	608f01	Allemagne	604f25	10/7/31	. . . .
100 pesos	1083f48	Argentine	555	5/10/31	. . . .
100 belgas	354f90	Belgique	354f50	. . . .	354 353f75
100 milreis	305f34	Brésil	235	26/8/30	. . . .
100 leva	18f44	Bulgarie	18f37 1/2	17/4/31	. . . .
100 dollars	2552f38	Canada	1545	10/2/34	. . . .
100 couronnes	684f02	Danemark	348f50	. . . .	. . . .
1 livre	126f17	Egypte	. . .	. . . .	. . . .
100 pesetas	492f49**	Espagne	207f12 1/2	. . . .	207f12 1/2
100 marks	64f28	Finlande	34f25	3/4/34	. . . .
100 drachmes	33f12	Grèce	14f75	23/3/34	. . . .
100 florins	1025f95	Hollande	1025f25	. . . .	1025f50 75
100 pengos	416f41	Hongrie	445	27/5/31	. . . .
100 piastres	1000f	Indochine	984	7/11/33	. . . .
100 lire	134f34	Italie	129f50	. . . .	129f50 25 30
100 yen	1272f26	Japon	. . .	. . . .	. . . .
100 litas	255f236	Lithuanie	. . .	. . . .	. . . .
100 pesos	1272f26	Mexique	. . .	. . . .	. . . .
100 couronnes	684f02	Norvège	394	5/4/34	391f75
. . . . .		Petrograd	. . .	. . . .	. . . .
100 zlotys	286f33	Pologne	286f50	. . . .	286f50
100 escudos	112f82	Portugal	76f	30/12/33	. . . .
100 couronnes	75f62*	Prague	63f10	11/4/34	63f10
100 lei	15f27	Roumanie	15f15	10/4/34	. . . .
100 dinars	44f95	Yougoslavie	35f20	3/4/34	. . . .
100 couronnes	684f02	Suède	402f25	. . . .	403f75
100 francs	492f49	Suisse	490f62 1/2	. . . .	490f62 1/2
100 pesos	2639f78	Uruguay	. . .	. . . .	. . .
100 schilling	359f15	Vienne	358	11/9/31	. . . .

NOTA. - * Pair provisoire. - ** Pair théorique.

NÉGOCIATIONS DE CHANGE A TERME

(Cours annoncés et publiés à titre d'indication)

Report: R -- Déport: B

DEVISES	1 mois	2 mois	3 mois
Londres	. . . .	. . . .	. . . .
New-York	. . . .	. . . .	. . . .

achtet eine anwachsende Aktivität. Der offizielle Kurszettel gibt darüber keinen Aufschluß.

Man könnte die Lücke füllen, indem man einige Makler bittet, die Liste der am Telefon zustande gekommenen Kurse aufzustellen. Rein formelle Gründe stehen dieser Verbesserung entgegen. Die Lücke wird durch die Privatkurszettel vervollständigt, sie veröffentlichen vollständige Listen.

Es darf noch erwähnt werden, daß die wichtigen Geschäfte gegen London nicht aufgeführt werden. Der Zettel berichtet nur von gegen Francs abgeschlossenen Geschäften, und unter diesen erscheinen jene nicht, die aus irgendeinem Grund dem Kursnotierer nicht genannt wurden, oder die, die auf kleinere Beträge lauteten.

Der Kurszettel notiert in einem besonderen Feld die Report- und Deportsätze für Termingeschäfte auf Pfund und Dollar, jene zwei Devisen, die am meisten auf Termin gehandelt werden.

Es ist verständlich, daß das Geheimhalten der Termingeschäfte die Veröffentlichung eines „offiziellen Kursblattes" sehr erschwert. Bis zum 1. Februar 1923 veröffentlichte der offizielle Kurszettel die Termingeschäfte nicht. Dann veröffentlichte er sie mit der Bezeichnung „à titre d'indication". Seit dem 28. Januar 1924 sind die Report- und Deportsätze offiziell veröffentlicht. Da der Kurszettel nicht alle getätigten Kurse angeben kann, beschränkt er sich auf die Veröffentlichung der beiden äußersten Sätze und nur für Pfund und Dollar. Das Komitée für das Kursblatt berechnet für jeden Termin auf die Mitteilungen, die ihm von den Maklern geliefert werden, den Durchschnitt der Reportsätze, die während der Sitzung getätigt wurden. Es berechnet dann auf jeder Seite eine mehr oder weniger große Marge, je nachdem es die Marktlage bedingt. Die veröffentlichten Reportsätze stellen also die äußersten Sätze dar und die Spanne sucht die höchsten und niedrigsten Zinssätze zu umfassen. Diese Spanne muß wegen der Enge des Terminmarktes besonders groß sein.

m) Schriftliche Bestätigung der Geschäfte. Es gibt zwei Arten schriftlicher Bestätigung. 1. eine knapp abgefaßte Bestätigung, die im Prinzip, sogar beim Abschluß der Geschäfte, ausgetauscht wird, der sogenannte arrêté. 2. die normale, offizielle Bestätigung durch einen Brief.

Der arrêté besteht in einem Zettel, auf welchem der Name der Bank oder des Maklers aufgedruckt ist. Er wird sofort und mit Bleistift ausgestellt. Er bezeichnet die Bedingungen der Geschäfte, Richtung, Kontrahenten, Betrag, Kurs, Valuta, Geschäftsfreunde im Ausland und Courtage.

Nehmen wir an, daß die B.P.P.B. dem Makler 750000 Lire zum Kurs von 134,10 gegeben hat und, daß der Makler diesen Betrag der B.N.F.C.E. zu 134,12 1/2 weitergegeben hat. Der Korrespondent der B.P.P.B. in Mailand sei der Credito Italiano, und derjenige der B.N.F.C.E. sei die Banca commerciale italiana. Die arrêtés sehen wie folgt aus:

B.P.P.B. vendu à B.N.F.C.E. Lires 750.000 à 134,10 aval à 134,12 1/2 Val. 22. Versement Milan per Credito italiano à B.C.I. 19.12.	B.N.F.C.E. acheté à B.P.P.B. Lires 750.000 à 134,12 1/2 Val. 22. Versement Milan par Credito italiano à B.C.I. 19.12.
Gros. Courtier.	Gros. Courtier.

Allein der Kontrahent, der die Courtage zu zahlen hat, erfährt etwas von dieser in Form von Kursdifferenz auf seinem arrêté. Er wird den auf dem Markt ausgemachten Preis erhalten oder bezahlen, und er erkennt den Makler für den Unterschied in seinem Konto.

Die Termingeschäfte benötigen seitens des Maklers die Aufstellung von 4 arrêtés, nämlich zwei für jeden Kontrahenten.

Wenn die Société générale -- Korrespondent: Midland - London -- Pfund 10000 an die Société parisienne de Banque -- Korrespondent: Barclay's-London -- durch den Makler Falconetti zu 1,20 Cms. Report auf einem Basiskurs von 77,75 hineingibt, sehen die arrêtés folgendermaßen aus:

V/ à S.P.B. £ 10000 cpt. à 77,75 Val. 22. par Midland à Barclays 20.8. Ste Gen.
Falconetti

A/ de Ste Gen. £ 10000 cpt. à 77,75 Val. 22. par Midland à Barclays 20.8. S.P.B.
Falconetti

A de S.P.B. £ 10000 à trois mois à 78,95 Val. 22. 11. 20.8. Ste Gen.
Falconetti

V/ à Ste Gen. £ 10000 à trois mois à 78,95 Val. 22. 11. 20.8. S.P.B.
Falconetti

Obwohl der arrêté nicht die autorisierten Unterschriften des Hauses trägt und höchstens das Zeichen eines Angestellten, der kein Bevollmächtigter ist, kann er als Beweis herangezogen werden. Er ist von großer Wichtigkeit, denn man wartet nicht die briefliche Bestätigung des Geschäftes an der Börse ab, um das Geschäft im Ausland zu bestätigen.

Briefliche Bestätigung. Am gleichen Abend wird das Geschäft gewöhnlich durch einen Brief mit der Post in derselben Weise wie die Geschäfte, die man

mit der Kundschaft tätigt, bestätigt. Viele Häuser ziehen diese Sicherheitsmaßnahmen selbst dann vor, wenn sie einen Makler oder einen Bankarrêté haben. Einige haben diesen Brauch unter sich abgebrochen.

Infolge der größeren Beträge des sich mit der längeren Zeitspanne vergrößernden Risikos und der eventuellen Verschiedenheiten in der Berechnung der Terminausführungstage werden die Termingeschäfte stets brieflich bestätigt.

n) Ausführung der Devisengeschäfte. Die Ausführung besteht aus der Lieferung durch den Verkäufer und der Zahlung des abgemachten Preises durch den Käufer.

Die Lieferung findet im Ausland statt. Der Verkäufer läßt durch seinen ausländischen Korrespondenten zu Gunsten des Korrespondenten seines Käufers den verkauften Devisenbetrag überweisen.

Die Zahlung findet in Paris statt. Der Verkäufer legt an der Kasse des Käufers ein Bordereau, genannt aval (1) vor. Die zwei Geschäftsvorgänge müssen zur selben Zeit stattfinden und, da die Devisenlieferung im Ausland nur nach einer bestimmten Zeit, den Entfernungen angepaßt, stattfinden kann, so wird die Zahlung erst an einem Termin geleistet, der seitens der Banken- und Bankiers-Vereinigung durch Gewohnheit festgesetzt wurde. Dieser Termin nennt sich valeur. Die valeur wird auf Grund der technischen Geschäftsdurchführung festgesetzt, derzufolge der Verkäufer am Tage des Verkaufs oder spätestens am nächsten Morgen durch Post oder Telegraph an seinen Korrespondenten die Überweisungsorder gibt. Diese Technik bedarf einer gewissen Zeitspanne, je nach der Entfernung.

Man handelt Pfund, Dollar-Kabel, belgische Francs, schweizer Francs, Gulden valeur deux jours; Lira, Peseta, RM valeur trois jours.

Wenn die Valeur auf einen Sonn- oder Feiertag fällt, sei es in Frankreich oder in den betreffenden Ländern, wird die Einlösung auf den ersten Werktag

---

1) Ein Überbleibsel aus der Zeit, als die Devisengeschäfte durch Übergabe von Wechseln abgewickelt wurden.

auf beiden Plätzen verschoben.

Die Geschäfte gegen Pfund bedürfen zweier Überweisungsorders, einen für die Pfunde und einen für die andere Währung.

Bei Geschäft gegen Francs, wenn der Käufer und der Verkäufer Mitglied des Clearings sind, geht die Rechnung (aval) am Tage der valeur durch das Clearing, wo sie auf derselben Seite erscheint wie die Schecks.

Wenn die zwei Häuser nicht Mitglied des Clearings sind, wird die Rechnung (aval) morgens an der Kasse des Käufers vorgezeigt, dieser gibt eine rote Zahlungsanweisung (mandat rouge) auf die B.D.F.; dadurch wird der Verkäufer am selben Tag bei der B.D.F. erkannt.

Die Termingeschäfte werden wie Käufe und Verkäufe zu den betreffenden Zeiten ausgeführt. Das Kassa-Teil-Geschäft wird wie ein anderes Kassageschäft ausgeführt, und das ergänzende Termin-Teil-Geschäft wird zu seiner Zeit zu einem Kassageschäft; es wird dann als solches ausgeführt.

Die Zeitspanne von einem und mehreren Monaten wird nicht vom Geschäfts-Abschlußtag abgezählt, sondern von dem Tage valeur des Kassageschäftes an. So kommt ein Geschäft auf Pfund oder Dollar auf 3 Monate, das am 20. Januar abgeschlossen wurde, am 22. April zur Erledigung, weil die beiden Geldarten mit zwei Tagen Valuta gehandelt werden. Der Verfalltag des Termingeschäftes wird auch auf den nächsten Tag verschoben, wenn er auf einen Sonn- oder Feiertag fällt.

Die Devisendienste der Banken führen Verfallterminbücher und geben einige Tage vor dem Termin ihren Korrespondenten die nötigen Anweisungen. Die Devisenabteilungen der Banken setzen sich dann untereinander in Verbindung, um festzustellen, welcher Korrespondent die Überweisung durchführen wird, und besonders an wen der Verkäufer die Devisen überweisen lassen soll. Es konnte nicht 3 Monate vorher festgestellt werden.

III. Verrechnungsstelle für Termingeschäfte. Wir haben gesehen, daß der Devisenterminmarkt ziemlich eng ist und gewissen Erschwerungen unterliegt, die den sehr schnellen Abschluß von Geschäften unmöglich machen und dem Markt einen Teil seines offenen Charakters nehmen. Wir haben auch erkannt, daß diese Unbequemlichkeit im Wesen der Devisengeschäfte liegen.

Man könnte auf den Einfall kommen, diese Risiken auszumerzen und dadurch den Markt beträchtlich zu erweitern, indem man eine Liquidationskasse errichtet, wie sie anderwärts und besonders in Deutschland an Waren- und Wertpapierbörsen besteht, und an der Wertpapierbörse von Paris durch die Solidarität der agents de change ersetzt ist.

Man hat sich schon oft mit dieser Idee beschäftigt, und es wurde sogar bei der Banque nationale française du Commerce extérieur ein Office central de Compensation et de Liquidation des Opérations de change à Livrer eingerichtet. Obwohl ursprünglich an die B.N.F.C.E. angegliedert in der Weise, daß seine Gewinn- und Verlustrechnung mit derjenigen der Bank verschmolzen war, hatte das Office eine große administrative Selbständigkeit.

Im Jahre 1925 wurde es in eine Aktiengesellschaft unter Kontrolle der Handels- und Finanzminister umgewandelt.

Dieses Office hatte zur Aufgabe „de faciliter les opérations de change à terme, en centralisant l'offre et la demande des devises traitées à terme et en permettant ainsi d'en assurer la compensation dans la plus large mesure possible".

Das Office nahm die Orders der Banken und Makler mit Zutritt an der Börse entweder für ihre eigne Rechnung oder für Rechnung ihrer Kunden entgegen. Um 11 Uhr zog das Office den Saldo der eingegangenen Orders, und dieser wurde an der Börsensitzung verkauft oder gekauft. Für jede Devise stellte das Office einen Einheitskurs fest: das gewogene Mittel der Kurse, zu denen der Saldo liquidiert wurde. Für Termingeschäfte stellte es einen Einheitsreportsatz fest, der auf dieselbe Weise berechnet wurde, wie es für den Einheits-

kurs der Kassageschäfte gerade gesagt worden ist.

Es garantierte den guten Ausgang der von ihm getätigten Geschäfte und, um dieser Verpflichtung nachzukommen, forderte es Garantien in Form von Depositen und von Margen. Zu Anfang seiner Tätigkeit wurde für den größten Teil der Devisen die Grunddepositen auf 8 % festgesetzt (1). Diese Depositen waren bar zu leisten, bzw. die Garantie nahm die Form von Bankkautionen, Effekten-Depots usw. an. Für alle die abgeschlossenen Geschäfte mußte das Office jederzeit bis zu 3 % Kursverlust gedeckt sein.

Das Office war ein Privatunternehmen, und seine Inanspruchnahme war in keiner Weise obligatorisch. Sein Vorgehen unterschied sich prinzipiell nicht von demjenigen der Banken, die auch die Orders ihrer Kundschaft in sich so weit wie möglich kompensieren und den Saldo auf dem Markt liquidieren.

Nach einer Tätigkeit von einigen Jahren ist diese Einrichtung heute verschwunden. Man denkt nicht daran, eine Einrichtung wieder aufleben zu lassen, die bei Nachdenken keine Lebensmöglichkeit hat. Man kann in der Tat wegen des enormen Risikos und wegen der Marktfreiheit nicht daran denken seine Inanspruchnahme obligatorisch zu machen und seinen Wirkungskreis auf alle Geschäfte auszudehnen. Wenn andererseits seine Inanspruchnahme nicht obligatroisch ist, wie dies der Fall war, kommen zu ihm nur die schlechten Kunden, die die Banken nicht haben wollen. Die Geschäfte mit den Banken sind viel kulanter. Diese erkundigen sich vorher genau über die Bonität des Kunden und, wenn die Bonität ungenügend ist, weigert sich die Bank einfach, mit dem Kunden zu handeln; sie verlangt aber nie Margen. Nicht jeder hat Wertpapiere als Sicherheit zu deponieren, und eine Marge von 8 % und mehr in Geld, das unproduktiv bleiben muß, verteuert die Kosten des Geschäftes sehr. Auf einen Betrag von 1 Million Francs - und dieser Betrag ist für Devisengeschäfte keine sehr große Summe - sind es 80000.- Francs mindestens, die den Betriebsmitteln entzogen sind und nicht arbeiten.

---

1) Der Prozentsatz war immer zu ändern.

Das Office hat auch die Folge einer für den Ein- und Ausfuhrhandel unangenehmen Technik getragen. Während in Geschäften mit den Banken der Kurs am Telefon sofort festgesetzt wird, war bei der Office infolge seiner Arbeitsweise erst am Abend gegen 4 Uhr bekanntgegeben, zu welchem Kurs ein am Vormittag gegebener Auftrag ausgeführt wurde.

Das Office hat wahrscheinlich auch sehr die Folge des Unwillens der anderen Banken wegen seiner engen Verbindung mit der einen unter ihnen, der B.N.F.C.E. getragen. Jedenfalls denkt man nicht daran, wieder eines zu gründen.

J. Schluß.

Ein moderner Geldmarkt, wie wir ihn heute feststellen können, ist keine Bildung des ökonomischen Lebens in allen Zeiten und allen Ländern. Er ist vielmehr eine typische Erscheinung des Hochkapitalismus, und erst seit der Mitte des 19. Jahrhunderts kann man ihn in reiner, moderner Form beobachten.

Vorher hat man schon den kurzfristigen Kredit gekannt, und es bestand bereits ein Markt. Die Erscheinung dieser Zeit war aber von der Geldseite her weniger beeinflußt als heute, da der bargeldlose Verkehr noch nicht herrschte, und es fehlten zu viel Momente, um einen Markt in der ganzen börsenmäßigen Bedeutung des Wortes bilden zu können: es mangelte an der Fungibilität der Kreditansprüche und an leichten Übertragungsmöglichkeiten. Das Geld selbst war eine ganz andere Sache als es dies heute ist.

Was uns da heute zur Beobachtung vorliegt, ist mit der Vorherrschaft der kapitalistischen Unternehmungen der Aktienbanken und den Expansionskonjunkturen gewachsen und gebunden. „Das Stadium des Hochkapitalismus ist geradezu gekennzeichnet durch das Zustandekommen eines durch Kreditanteile und börsenmäßig organisierten Kreditverkehrs. Der moderne Geld- und Kapitalmarkt ist nur möglich und denkbar im Rahmen dieser Wirtschaftsordnung" (1).

Der Pariser Geldmarkt ist aber nicht urplötzlich dagewesen, ohne Vorgänger; er ist im Zeitalter des Hochkapitalismus der Nachfolger anderer Wirtschaftsformen (2).

---

1) Singer Prolegomena..... Schmoller 52/1.

2) Man könnte den Ursprung dieses Marktes in dem Markt des Pont au change finden, da sich dort sogar, bevor die Wertpapiere am Anfang des 17. Jahrhunderts börsenmäßig gehandelt wurden, ein Leihmarkt auf kurze Frist zwischen den verschiedenen Bankiers und Wechslern gebildet hatte, und da es dort Makler gab, die sogar in einer Ordonnance vom Februar 1304 erwähnt wurden, welche auch die Lage

Die psychologischen Gewohnheiten der Handelnden und der Umfang der Geschäfte waren bestimmend. Was den Markt von Paris betrifft, so ist die Tatsache, daß Frankreich eine in etwa autarke Volkswirtschaft hat, daß die Vermögen dort in kleinste Stücke geteilt sind und, daß die Ersparnisse sich nach unbewußten und seit Jahrhunderten bestehenden Notwendigkeiten bilden und, daß das immobile Vermögen sehr lange das mobile überwog; alle diese Faktoren und noch viele andere haben ihre mehr oder weniger bedeutende Rolle in der Festsetzung der Tradition und der Regeln gespielt, welche die gegenwärtigen Einrichtungen ver-

---

des Marktes für Devisen und Wechsel auf dem Pont au change festsetzte.

Auf den großen Messen in der Champagne und dann in Lyon vom 15. Jahrhundert ab, bemerken wir auch Erscheinungen, die als Geldmarkt angesehen werden können. Dort kamen 4 oder 6 mal im Jahre Kaufleute und Bankiers aus allen Ländern zusammen. Auf die Warenmesse folgtedie Messe für Devisen und Wechsel. Geschäfte, die anderswo oder in der Zwischenzeit abgeschlossen worden waren, waren in dem Geld der Messe und bei der Messe zahlbar. Das war dadurch erleichtert, daß auf der Messe die Wechsler aller Länder erschienen, und sie vereinigten in einer Person Gläubiger und Schuldner und verrechneten Forderungen und Schulden. Gleichzeitig führte sich der Brauch ein von Messe zu Messe Wechsel zu erneuern und dafür einen Zins zu zahlen.

Die Wechsel waren bei der nächsten Messe zahlbar, sie kamen alle bei der Messe zusammen und (was uns an Bankakzepte erinnert) lauteten auf den Namen eines Bankiers und wurden von einem Bankier ausgestellt, der die Messe besuchte. (Huvelin, essai historique sur le droit des marchés et des foires. Paris 1879 S. 545.) Diese Wechsel wurden nicht bar eingelöst, sondern verrechnet. Die Messe von Lyon hatte ein wahres Verrechnungssystem errichtet, das uns Savary beschreibt (Savary. Le parfait négociant). Huvelin schildert es wie folgt „Au jour dit les changeurs de la foire se rassemblent en cercle.

wirklichen.

Die Rolle, die Männer, wie Baron Alphonse de Rotschild und M. Henri Germain, jeder auf seinem Gebiet gespielt haben, ist bestimmt von Bedeutung und hat sich weit über die Grenze des Wirkungsbereiches ihrer Institute ausgewirkt.

Um die Organisation des Marktes zu beurteilen, muß man 3 Gesichtspunkte unterscheiden:
1) die Leichtigkeit für eine Bank oder für einen Privatier, Kredite zu dem Marktpreis zu bekommen, wenn er die entsprechende Kreditunterlage bringt,
2) die Leichtigkeit mit der die Gesamtheit des Marktes in Krisenzeiten Hilfe von der Zentralbank erhalten kann, und

---

Selon le terme consacré ils font la ronde. Le consul des Florentins leur demande l'un après l'autre à quel chiffre ils veulent établir les cours. On fait un relevé de leurs réponses et on établi la moyenne qui constitue le conto. Le conto ne lie pas les changeurs mais sert d'indication utile, beaucoup d'affaires sont conclues au cours moyen de la foire. (Huvelin S.568).

Nach Gilbart, der die erste englische Depositenbank gegründet hat (er gründete 1834 die London und Westminster Bank) schreibt in seinem Buch (The principles and Practice of Banking London 1837 Seite 30), daß das Londoner clearing sich die Zahlungsweise von Lyon zum Muster genommen hat.

Der internationale Charakter des modernen Geldmarktes bestand sehr klar schon in den alten Einrichtungen der Champagner Messe. Diese waren früh, nach der Ausdrucksweise von Goldschmidt (Handbuch des Handelsrechtes Stuttgart 1891 S.226) das Wechseldomizil von ganz Europa.

Man kann also hier den Ursprung des Geldmarktes sehen, allerdings nicht den Ursprung eines modernen, durch die intensive Verwendung des Buchgeldes charakterisierten Geldmarktes.

3) die volkswirtschaftliche Möglichkeit, einen stabilen Zinssatz aufrechtzuerhalten, d.h. die Frage in welchem Maße die Zentralbank in der Volkswirtschaft die kapitalschaffenden Kräfte, das Sparen, findet, die eine Krediterweiterung auffangen können.

Wir haben schon auf die Schwerfälligkeit der französischen Gesetzgebung in Bezug auf die Verpfändung von Wertpapieren hingewiesen. Der Londoner Markt hat eine unbestreitbare Überlegenheit über Paris, was die Fungibilität betrifft. Er ist reicher an Kreditinstrumenten - Bankakzepte, treasury bonds - deren Klassifizierung genau umrissen ist, und dieser Markt hat eine bessere Organisation, um diese Kreditinstrumente schnell zu liquidisieren und dorthin zu leiten, wo sie am nützlichsten sind. Daraus folgt, dank der Sicherheit und der Liquidität der Anlagen, eine bessere Ausnutzung des Kredites.

Man muß sich aber nicht von dem Londoner Geldmarkt und seiner Organisation hypnotisieren lassen, Paris hat, mit New York, vor London den Vorzug einer größeren allgemeineren Elastizität. In England selbst galten vor dem Krieg Paris und Berlin als Muster. Iglis Palgrave (1) erklärt in seinem Buch über den Londoner Geldmarkt, wie die Billbrokers mit Geldern, die sie von den Joint stok banks leihweise bekommen, arbeiten, und er sagt, daß dieses System für das ruhige Funktionieren des Geldmarktes nicht günstig sei. Wenn die Gewohnheiten, die auf dem Kontinent vorherrschen, sich in London einbürgerten, und wenn die Bankiers die Wechsel ihrer Kundschaft ohne zu zögern, bei Bedarf auf den Rediskont bei der Bank of England zurückzugreifen, frei diskontierten, könnte man sich die ganze Arbeit der Vermittlung ersparen und die Geschäfte würden auf einer viel solideren Grundlage ruhen.

Vor dem Krieg war diese Elastizität des Pariser Geldmarktes von den Volkswirten und Praktikern als eine altbekannte Tatsache allgemein anerkannt. Wenn die Vereinigten Staaten ihren Geldmarkt und ein

---

1) Sir Iglis Palgrave, The bankrate and the money market London 1903 S.105.

fehlerhaftes Banksystem verbessern wollten, haben sie immer in ihren zahlreichen Konferenzen das System von Paris und Berlin zum Muster genommen und nicht das von London. Sie haben die Bank von Frankreich und die Reichsbank zum Muster genommen und nicht die Bank of England, die sich in den Jahren 1890/1906 und 1907 augenscheinlich ungenügend funktionsfähig gezeigt hatte. Paul Warburg (1) sagt es sehr deutlich. Er schildert den Ursprung des federal Reserve Systems, bei dessen Gründung er eine bedeutende Rolle gespielt hat, und, um die Rolle einer Zentralbank, wie sie in Wirklichkeit sein soll, zu erklären, beschreibt er das Funktionieren der kontinentalen Banken und nicht das der Bank of England. Er schreibt (1): „Germany and France may claim the best government (2) bankorganisation", dagegen erachtet er das Londoner Privatbanksystem als das beste.

Das Emissionssystem der Bank de France ist sehr anpassungsfähig geblieben. Es mag genügen, darauf hinzuweisen, daß nach dem Bericht der B.d.F. für 1930 das Wechselportefeuille folgende Maxima und Minima verzeichnet hat:

24.12.1929	8,5	Milliarden	
25. 4.1930	5,5	"	
23. 5.1930	8,8	"	„du fait de la sousscription des actions Banque des règlements internationaux"
30.10.1930	6	"	
31.12.1930	8,5	"	

Im Laufe desselben Jahres verzeichnet der Lombardposten: Anfangs 2,4, Mitte 2,6 und am Ende des Jahres 2,9 Milliarden. Diese Posten betrugen anfangs des Jahres 1935 (Mitten in der Krise)

3146 Millionen Wechselportefeuille (15.Februar 1935)
3140 Lombarden (" " ")

Sie waren also zu dem Verhältnis 1:1 geworden.
Der Pariser Geldmarkt charakterisiert sich durch die Reichhaltigkeit seiner Reserven, die er der Sparkraft

---

1) Paul Warburg. Federal Reserve System New York 1930 Bd. II S. 51.
2) Das Wort government bezieht sich hier auf eine Zentralbank.

der französischen Bevölkerung verdankt. Die Sparquote Frankreichs gehört zu den höchsten der Welt. Wir haben ihre Bedeutung zur gegebenen Zeit erwähnt. Auf diese großen Reserven gestützt, ist der Geldmarkt viel weniger Störungen ausgesetzt.

Der Pariser Geldmarkt ist heute bestrebt, ein internationaler Markt zu werden.

Vor dem Krieg hatte der Kapitalmarkt von Paris eine Weltbedeutung (1), aber der Geldmarkt war nicht in gleichem Maße entwickelt. Ein internationaler Geldmarkt kann mit einem internationalen Kapitalmarkt Hand in Hand gehen, aber es ist keine Notwendigkeit, daß die beiden gleichen Schritt halten.

Die Geschäfte eines internationalen Geldmarktes bestehen einerseits in der Eröffnung von Krediten im Kontokorrent auf 1 bis 3 Monate an gute ausländische Banken oder große Unternehmungen.

Der andere Zweig dieser Geschäfte besteht aus Akzeptkrediten und aus den diesen Geschäften folgenden Wechseldiskontierungen.

Die internationale Rolle des Pariser Geldmarktes beschränkte sich vor dem Kriege auf die regelmäßige Hergabe von Geldern nach London und unregelmäßigen (Kampagne- Saison- Kredite) nach Rußland, Österreich, Deutschland und der Schweiz. Paris war aber kein Umschlagsplatz für internationale Kapitalien. Die internationalen Geschäfte zwischen dritten Ländern

---

1) Arndt sagt im Weltwirtschaftsarchiv 1916 über die Sachlage vor dem Kriege: „Rechnet man zu dem Kapital Anlagen in fremden Ländern, auch diejenigen in den eigenen Kolonien, so sind allerdings Englands ausländische Kapitalanlagen noch bedeutender als die Frankreichs; scheidet man dagegen die kolonialen Anlagen aus, so dürfte die Bedeutung Frankreichs auf dem internationalen Kapitalmarkt jetzt größer sein als die Englands".
Er zitiert weiter einen Engländer Rozenraad: „Paris ist jetzt der bedeutendste Markt für Auslandsanleihen". Auch in Frankreich schreibt eine Zeitschrift „Paris est devenu le plus grand marché international des capitaux".

wurden selten in Franken abgeschlossen und infolge der Inflation war der franc aus den internationalen Geschäften, selbst zwischen Frankreich und dem Ausland verschwunden. Im Inland kam es sogar vor, daß gesetzwidrige Geschäfte in Dollar und Pfund abgeschlossen wurden.

Es ist eine Notwendigkeit für Paris, ein internationaler Geldmarkt zu werden (1). Es verfügt in Form von Gold und in Form der Kapitalien, die sich dort dauernd bilden, über Arbeitsmöglichkeiten, die angewandt werden müssen und nicht unendlich brach liegen können. Wahrscheinlich erst nach langer Zeit werden die internationalen Beziehungen das für die Entwicklung der langfristigen Kredite nötige Vertrauen wiederfinden, und der kurzfristige Kredit, der mit weniger Risiko verbunden ist, wird solange allein sich entwickeln können.

Die Entwicklung eines internationalen Geldmarktes in Paris wäre für diesen Platz sehr vorteilhaft. Das Opfer, das England nach dem Krieg gebracht hat, um das Pfund wieder auf pari zu bringen und dem Londoner Markt die Möglichkeit zu geben, seinen Platz als erster internationaler Geldmarkt wieder zu erlangen, zeigt die Wichtigkeit einer solchen Einrichtung - man konnte sagen, daß zu dieser Zeit England seine Industrie seinen Banken geopfert hat -.

Mangels eines solchen Marktes waren die französischen Banken gezwungen, ihre kurzfristigen Kredite an das Ausland über London zu leiten. In Anbetracht seiner Bedeutung kann Paris beanspruchen, seine Kredite an das Ausland selbst zu verteilen, ohne sie nach London zu schicken, das ja doch die finanziellen und moralischen Vorteile daraus zieht. Anstatt Provisionen an London und New York zu zahlen, um die französischen Geschäfte zum Beispiel mit Südamerika und

---

1) Siehe den Auszug des Berichtes der B.d.F. 1931 in dem Kapitel B.d.F. S.190. In ihrem Bericht für 1930 sagte sie schon: „La puissante assise metallique du franc assure au marché français de larges possibilités d'expansion, nous estimons qu'elles doivent être mises en oeuvre".

Japan zu finanzieren, täte Frankreich besser daran, sie selbst zu finanzieren, indem es seine Währung zu einer internationalen macht.

Folgende Zahlen der Handelsbilanz Frankreichs zeigen, daß da eine Grundlage für eine lebhafte Betätigung der Banken gegeben ist.

Handelsbilanz Frankreichs mit dem Ausland in Millionen frcs.(1)

-1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	
46,991	46,721	51,213	45,784	35,985	23,605	21,701	Einf.
47,208	43,023	39,921	39,979	23,073	13,490	12,460	Ausf.

Sicherlich kann der Gesamthandel nicht durch Akzeptkredite finanziert werden. Es gibt kleine Beträge, die einen Bankkredit in dieser Form nicht erlauben. Es sind Waren, die man auf diese Art nicht beleihen kann. Man darf selbst nicht denken, daß alle diese Geschäfte durch Paris finanziert werden können; ein mehr oder weniger großer Teil wird sich immer im Ausland finanzieren; dagegen darf man aber erwarten, daß ein Teil des Handels zwischen anderen Ländern zu dem französischen hinzukommen wird.

Es handelt sich übrigens nicht darum, die bestehenden Geldmärkte zu schädigen und auch nicht mit ihnen in Konkurrenz zu treten, sondern lediglich um eine Mitarbeit, wie die wiederholten Erklärungen der B.d.F. und der großen Banken in ihren Berichten zeigen.

Die Akzeptkredite an das Ausland bringen nicht nur die Provisionen für Krediteröffnung ein, sie ziehen eine große Anzahl von Nebengeschäften mit sich: Devisen-, Inkasso-, Depositen-Geschäfte, was für alle Bankbetriebe eine ernstzunehmende Verdienstquelle bietet. Die wichtigsten dieser angezogenen Geschäfte sind die Devisengeschäfte; fast jedes mit dem Ausland getätigte Geschäft verursacht einen Devisenkauf oder -verkauf.

Die Provisionen, die für Akzeptkredite selbst und für die von ihnen angezogenen Geschäfte bezahlt werden, bilden einen bedeutenden Posten in den unsicht-

---

1) nach Bulletin de la Statistique Générale de la France.

baren Exporten der Zahlungsbilanz.

Neben diesen direkten und sichtbaren Verdiensten darf man die weniger sichtbaren nicht vergessen, die die Verwendung der Währung eines Landes in den Beziehungen zwischen den anderen Ländern diesem Land verschafft. Dies bedeutet eine dauernde und ausgezeichnete Publizität, die andere Geschäftsbeziehungen und moralische Verbindungen nach sich zieht.

Dank der Leichtigkeit, mit der man auf einem internationalen Geldmarkt Geld in Wechsel anlegt und umgekehrt Wechsel in Geld umwandelt, ist ein internationaler Markt ein Anziehungspunkt für freie Kapitalien der anderen Geldzentren. Die Kapitalien, die dauernd nach London für kurzfristige Anlagen angezogen werden, erlauben ihm eine kleinere Goldreserve zu halten, als sie in anderen Ländern im Verhältnis nötig wäre.

Aber die Kapitalien, die hereingeflossen sind, können wieder zurückfließen; man kann nicht beanspruchen, sie für immer zurückzuhalten. Das verlangt, daß man immer die entsprechende Währungs- und Staatspolitik treibt.

Der große Nachteil des Pariser Geldmarktes wird wahrscheinlich immer sein, keinen internationalen Warenmarkt hinter sich zu haben, auf den er sich stützen kann. Seine Grundlage wird immer mehr eine finanzielle als eine handelsmäßige sein. Seine Kraft wird immer die Größe der Sparquote und die Stärke des französischen Wirtschaftssystems sein.

Die Erfahrungen des New Yorker Geldmarktes zeigen, daß ein Geldmarkt auf dieser Grundlage sich sehr gut bilden und gedeihen kann, und wenn in New York nicht Alles vollkommen ist, so darf man nicht vergessen, daß der New Yorker Geldmarkt erst vor 20 Jahren gegründet worden ist, während der Londoner bereits über 100 Jahre besteht. Vor 1914 war Amerika ein Schuldnerland. Der dort verzeichnete Fortschritt ist für den Erfolg des Experiments Garant, und das Experiment könnte in Paris wie in New York Erfolg haben.

Der Pariser Geldmarkt hat bewiesen, daß er Weltgeltung besitzt. Im Februar 1930 folgten in der Diskontherabsetzung die Bank of England und die Bundes

Reserve Banken der Bank von Frankreich, die schon vorher den niedrigsten Zinsfuß der Welt hatte (1).

Das internationale Prestige, das der französische Franc genießt, hat sich im August und September 1930 klar erwiesen, als die Bank of England und das englische Schatzamt in Paris und New York Kredit nehmen mußten, um das Pfund zu verteidigen - allerdings vergebens -. Es war das erste Mal nach dem Krieg, daß Paris gleich stark mit New York an solchen internationalen Geschäften teilnehmen konnte und die Kredite, die es gab - der erste von 3,100 Millionen frcs von der Bank von Frankreich und der zweite von 5 Milliarden frcs, zur Hälfte von den anderen Banken und zu der anderen Hälfte durch eine Emission von britischen treasury bonds in Paris aufgebracht - lauteten auf Franken.

Die Hauptanziehungskraft von Paris wird wahrscheinlich sein (2) stabiler und niedriger Zinssatz sein. Daß die Kapitalien billig sind, ist wichtig, denn eine niedrige Rendite stößt die Kapitalien nicht ab, die nur für kurze Zeit Verwendung suchen, und die Kapitalien ziehen die Sicherheit der Anlage einem hohen Zinsfuß vor. Durch die Sicherheit und die leichte Handhabung der Geschäfte hat London seine vorherrschende Stellung unter den Geldmärkten erworben, obwohl sein Zinssatz oft ziemlich hoch ist.

Der billige Zinssatz hat den Vorteil, eine Auswahl unter den Kapitalnehmern zu ermöglichen. Wenn der Zinssatz zu hoch liegt, kommen die stärksten und solidesten Geldnehmer nicht auf den Markt, es kommen nur die schlechten, bei welchen man ein großes Risiko eingeht, und mit denen das Geschäft weniger vorteilhaft ist.

Man wirft manchmal den Leitern des Pariser Geldmarktes vor, nicht großzügig genug zu sehen. Der Vorwurf ist, wie die Krise gezeigt hat, unbegründet. Er

---

1) Vergl. Paris als Weltbankier No. 35 der deutschen Zeitung Berlin 11. Februar 1930.

2) siehe die Maßnahmen, die die B.d.F. getroffen hat, um den zeitweiligen Spannungen auf dem Geldmarkt entgegenzutreten.

wurde von Leuten erhoben, die unbewußt diesen Markt mit dem von London und New York zu einer Zeit verglichen haben, da diese beiden Plätze um die Vorherrschaft rangen. Man hat gesehen, welche ungeheuere Krise die Kreditausdehnung in der Welt verursacht hat. Diesen Vorwurf machten weiter Leute, die Geld aufnehmen wollten und versuchten, den Ehrgeiz der französischen Bankiers anzustacheln, indem sie sie auf die Großzügigkeit der ausländischen Konkurrenten aufmerksam machten.

Sicher ist, daß London heute lange Erfahrungen im internationalen kurzfristigen Geschäft hat und weiter eine lange Generation auf Generation vererbte Tradition. Es fehlen in Paris auch nicht die Leute, die sich in internationalen Geschäften auskennen.

Diejenigen, die in der Vergangenheit London groß gemacht haben, sind die merchant bankers, aber sie werden jetzt gerade durch die Großbanken in den Hintergrund gedrängt. Dadurch wird der Kredit des Akzeptgebers indirekt, d.h. er gibt auf dem Weg über eine ausländische Bank, die als Bürge auftritt, seinen Kredit an den ausländischen Unternehmer. Das führt zu einer Ausgleichung der Arbeitsmethoden auf den verschiedenen Plätzen. Paris wird auch nach New York und London diesen neuen Weg der Kreditverteilung einschlagen müssen und können.

Selbst der hinkende Bimetallismus, der vor dem Krieg bestand, ist verschwunden. Seit 1928 ist der Franc als ein bestimmtes Gewicht an Feingold festgesetzt. Wer der B.d.F. Franken vorzeigt, ist sicher, Gold dafür zu erhalten. Das war vor 1914 nicht der Fall. Der Bimetallismus Gold - Silber erlaubte der B.d.F., um den Wechselkurs zu verteidigen, ihre Banknoten sowohl in Gold wie in 5 francs Stücken einzulösen. Der Metallwert der 5 frcs-Stücke erreichte nicht die Hälfte des Nominalwertes. Das erniedrigte bedeutend den Gold- bzw. Silberpunkt und dadurch waren Kapitalien, die nach Frankreich kamen, der Gefahr ausgesetzt, beim Zurückfließen einen Verlust zu erleiden.

Dasselbe gilt für die Maßnahmen, die zum Zweck hatten, indirekt aber wirksam den Export von Gold zu verhüten: Verfeinerungs-Verifizierungsgebühren be-

stehen nicht mehr.

Dadurch war die französische Devise der unbedingt goldsicheren englischen gegenüber bis zu einem gewissen Grade nicht so sicher.

Diese Einrichtungen sind heute verschwunden.

Der Markt von Paris ist heute technisch vollkommen gerüstet, um einen breiten internationalen Akzeptmarkt entstehen zu lassen, wenn die Verhältnisse günstig werden.

Der Franc ist sehr solid und setzt diejenigen, die in dieser Währung verleihen, nicht der Gefahr aus, von ihren Schuldnern weniger zu erhalten, als sie gegeben haben.

Die Goldreserven der Bank und der Wille der Nation, einer vernünftigen und gesunden Währungspolitik zu folgen, ohne sich kostspieligen Experimenten auszusetzen, garantiert die Zukunft der Währung.

Der Wert der Goldreserven könnte als Reserve bestritten werden, wenn diese das Ergebnis von ausländischen Fluchtkapitalien, die eine Zuflucht in Frankreich suchten, wäre. Diese Reserven gehörten dann nicht den Franzosen, sondern den Ausländern. Sie schmölzen zusammen, wenn diese, nach Wiederherstellung des Vertrauens, ihre Kapitalien wieder in das Heimatland zurücknähmen.

Fremde Kapitalien sind wohl nach Frankreich zur Zeit der Pfund- und Dollarbaisse gekommen. Man schätzte sie auf 5 Milliarden frcs im Jahre 1931 (1). Seitdem sich die wirtschaftliche Lage in England gebessert hat, sind diese fremden Kapitalien zum größten Teil wieder nach ihrer Heimat oder nach London zurückgeflossen.

Das Gold der B.d.F. kann als den Franzosen gehörig betrachtet werden und stellt den aktiven Überschuß der Zahlungsbilanz mehrerer Jahre dar (2).

Der Devisenmarkt in Paris ist breit. Das ist eine sehr wichtige Voraussetzung, die erfüllt ist. Ein

---

1) Revue d'Economie Politique, Mai-Juni 1932. Von Commercial Banks 1925-1933. League of nations 1934, zitiert.
2) Siehe die Zahlungsbilanz.

breiter Devisenmarkt ist eine unentbehrliche Ergänzung für einen internationalen Geldmarkt.

Infolge der Kapitalausfuhrverbote in der ganzen Welt nach Ausbruch der monetären Schwierigkeiten im Jahre 1931 oder infolge ihrer Reglementierung, um Export und Import von Kapitalien auszugleichen, hat sich die absolute Bedeutung des Pariser Devisenmarktes in den letzten Jahren in Bezug auf den Umfang der getätigten Geschäfte vermindert. Diese Maßnahmen sind von mehr als 30 Staaten ergriffen worden und bedeuten sehr schwere Hemmungen für die internationalen Beziehungen. Die zahlreichen Geldsorten, die noch auf dem Kurszettel verzeichnet sind, aber schon lange nicht mehr gehandelt werden, sind Zeugen der Erschlaffung der Weltbeziehungen. Die Zahlungen zwischen zwei Ländern werden oft in der Währung eines dritten Landes geleistet und, wenn Brasilien eine Devisenbewirtschaftung errichtet, wird nicht nur der Milreis nicht mehr notiert, sondern auch viele Geschäfte in Pfund und Dollar und Francs fallen aus.

Im Laufe der Jahre 1933-1934 sind die Gesetzgebungen in dieser Beziehung eher verschärft als gelockert worden.

Die relative Bedeutung des Pariser Devisenmarktes hat im Verhältnis zu London und New York infolge der Aufgabe des Goldstandards durch diese beiden Länder zugenommen.

Wir lesen in der Frankfurter Zeitung: „Wegen der häufigen Kursschwankungen des englischen Pfundes und des Dollars setzt der Banco de Brasil in Zukunft die Devisenkurse unter Zugrundelegung des französischen Franken fest. Erst im November 1933 war das Lst an die Stelle des Dollars getreten. Seither wurde der Milreis auf die Parität von 60 Milreis je Lst. berechnet, vorher 1 Dollar gleich 12 Milreis".

Die Veröffentlichung der südamerikanischen Kurse in der Frankfurter Zeitung am 1. Oktober 1934 sieht folgendermaßen aus: Buenos Aires: London, 18,725, Lima: London 21,75, New York 4,30 Montevideo: Paris 1,206 Rio de Janeiro: Paris 79,400 London 67,000 Valparaiso 64,45.

Gleichfalls schreiben die Plutus Briefe: (1) „Der Goldhandel erreichte im Jahre 1933 in Paris einen neuen Rekordumfang und auch der größte Teil des europäischen Devisenhandels wurde über Paris geleitet".

In demselben Sinne schreibt auch das Journal of Commerce (2), daß seit der Aufhebung des Goldstandards in Großbritannien die Devisengeschäfte in Paris in großem Umfang zugenommen hätten und, daß dieser Platz in diesem Geschäftszweig London überflügelt hat.

Nach diesem Bericht hat man Grund, zu erwarten, daß Paris in Zukunft weiter einen größeren Anteil an dem Devisengeschäft überhaupt nehmen wird als früher. (In diesem Zusammenhang bedeutet „früher" die Zeit vor der Entwertung des Pfundes).

Was einen internationalen Geldmarkt bedroht, ist nicht das Verschwinden der Reserven durch eine interne Krise, sondern ihr Abfließen infolge einer internationalen Krise. Die Gefahr besteht in der Macht, die das Ausland durch die großen ihm gewährten Kredite auf die Reserven der Volkswirtschaft überhaupt und auf die Goldreserven sich erworben hat. Diese Befürchtungen sind nicht unbegründet, wie der Fall des Pfundes gezeigt hat, aber die französische Bankwelt hat immer eine solche Bedachtsamkeit gezeigt, daß diese Vergangenheit für die Zukunft bürgt.

---

1) Mai 1934 Bankbilanzen und Wirtschaftskonjunktur, ohne Namensnennung.
2) Anfangs November 1931.

Lebenslauf.

Ich bin am 8. Oktober 1903 in Nolay (Frankreich) geboren und besitze die französische Staatsangehörigkeit. Ich besuchte das Lycée Condorcet zu Paris und bestand 1920 das Abitur. Ich studierte Rechtswissenschaft und National-Ökonomie an der Faculté de droit de Paris und erwarb 1929 die Licence en droit. Von 1924 bis 1930 arbeitete ich in verschiedenen Pariser Banken (Société Parisienne de Banque, Paris - Effekten-Arbitrage, Börsendienst, Devisendienst - Albert Ménager et Cie., banquier-coulissier, Paris - Börsendienst - Banque Commerciale Africaine, Paris - Buchhaltung, Diskontgeschäft - Banque des Produits Alimentaires et Coloniaux, Paris - Diskontgeschäft, Rembourgeschäft -). 1928 erwarb ich das Zeugnis der Ecole supérieure des Etudes bancaires zu Paris. 1931 kam ich nach Frankfurt/Main und studierte Wirtschaft-Wissenschaft bis zur Ablegung der Doktorprüfung.

Henri Collot.